LEONARDO ADRIANO RIBEIRO DIAS

FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE

Dissertação apresentada à Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo para
obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de concentração: Direito Comercial.

Orientador: Professor Doutor Paulo
Fernando Campos Salles de Toledo.

São Paulo

2012

Nome: DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro

Título: Financiamento das Empresas em Crise

Dissertação apresentada à Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo para
obtenção do título de Mestre em Direito.
Área de concentração: Direito Comercial.

Aprovado em:

Banca Examinadora:

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Doutor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, não apenas por ter aceitado a orientação deste trabalho, sempre presente e atenciosa, mas principalmente por ter proporcionado a mim a valiosa oportunidade de estudar e aprender cada vez mais.

À Professora Doutora Juliana Krueger Pela, por ter sido a primeira pessoa, ao lado do Professor Doutor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, a me abrir as portas do curso de pós-graduação da Faculdade de Direito do Largo de São Francisco, ainda na condição de Aluno Especial.

Ao Professor Doutor Francisco Satiro de Souza Junior e ao Doutor e Livre-Docente Eduardo Salomão Neto, pelas preciosas sugestões feitas durante o exame de qualificação.

Ao Instituto Brasileiro de Estudos de Recuperação de Empresas – IBR, por permitir que eu participasse de diversas reuniões de seus associados e presenciasse grandes debates, os quais muito contribuíram para a elaboração deste trabalho.

RESUMO

DIAS, L. A. R. **Financiamento das Empresas em Crise**. 2012. 337 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

O presente trabalho tem por finalidade analisar o problema do financiamento das empresas em crise no Brasil e a disciplina a ele conferida pela Lei n. 11.101/05, com enfoque no procedimento de recuperação judicial. Após uma breve análise das diversas causas da crise empresarial e de possíveis medidas saneadoras preliminares, inicia-se a discussão das premissas constitucionais do tratamento das empresas em dificuldade no Brasil e dos objetivos da lei falimentar em geral, para então ingressar nas soluções adotadas pelo direito brasileiro. Em seguida, tem início o escrutínio do tema central proposto, com destaque para seu escopo e importância, além da identificação dos meios, agentes e modalidades relacionados ao financiamento das empresas em dificuldade. Apresentado um sucinto panorama da matéria no direito estrangeiro, investiga-se o tema à luz do ordenamento pátrio, numa abordagem teórica e prática do financiamento das empresas em crise no Brasil e seus limitadores, assim como possíveis alternativas para mitigá-los. O problema é tratado, ainda, sob a perspectiva da governança corporativa e, por derradeiro, vislumbra-se sua eventual adoção na falência, com escoro no princípio da preservação da empresa, passando-se à conclusão.

PALAVRAS-CHAVE: Financiamento; Empresas em Crise; Recuperação Judicial; Concessão de Crédito; *DIP financing*.

ABSTRACT

DIAS, L. A. R. **Financing for Distressed Companies**. 2012. 337 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

The present work has the aim of analyzing the problem of financing for distressed companies in Brazil and the discipline granted to it by Law no. 11.101/05, with focus on the judicial reorganization procedure. After a brief analysis of the various causes of corporate crisis and the possible preliminary aid measures, a debate commences on the constitutional premises of the treatment of distressed companies in Brazil and the goals of bankruptcy law in general, after which the solutions adopted by Brazilian Law are examined. Next, the scrutiny of the proposed theme begins, with emphasis on its scope and importance, as well as the identification of the means, participants and categories related to the financing for companies in difficulties. After the presentation of a brief overview of the matter in foreign law, the same is investigated in light of the national legal system, under a theoretical and practical approach of financing for distressed companies in Brazil and its constraints, as well as the possible alternatives to mitigate them. In addition, the problem is treated from the perspective of the corporate governance and, last, a glimpse is taken into its eventual adoption in liquidation processes, with support in the principle of preservation of the company, culminating with the conclusion.

KEYWORDS: Financing; Distressed Companies; Judicial Reorganization; Credit Facility; DIP financing.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACC	Adiantamento Sobre Contrato de Câmbio
ADI	Ação Direta de Inconstitucionalidade
AgRg	Agravo Regimental
AI	Agravo de Instrumento
BACEN	Banco Central do Brasil
BIA	<i>Bankruptcy and Insolvency Act</i>
BIS	<i>Bank for International Settlement</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CC	Conflito de Competência
CCAA	<i>Companies' Creditors Arrangement Act</i>
CEFRJ	Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPL	Confederação Nacional das Profissões Liberais
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CRFRJ	Câmara Reservada à Falência e Recuperação Judicial
CRO	<i>Chief Restructuring Officer</i>
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVA	<i>Company Voluntary Arrangement</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DIP	<i>Debtor-in-possession</i>
EIRELI	Empresa Individual de Responsabilidade Limitada
FED	<i>Federal Reserve System</i>
FGI	Fundo Garantidor para Investimentos
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
IBR	Instituto Brasileiro de Estudos de Recuperação de Empresas
ICVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
INSOL	<i>International Association of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy</i>

Professionals

INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IOF	Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, e sobre Operações Relativas a Títulos e Valores Mobiliários.
IRPJ	Imposto de Renda da Pessoa Jurídica
KERP	<i>Key Employee Retention Plans</i>
LFERPC	Lei de Falências de Empresas da República Popular da China (<i>Zhonghua Renmin Gongheguo qi ye po chan fa</i>)
LRE	Lei de Recuperação de Empresas (Lei n. 11.101/2005)
LSA	Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/1976)
PIS	Programa de Integração Social
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
PROES	Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária
REsp	Recurso Especial
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SLS	Suspensão de Liminar e de Sentença
SPE	Sociedade de Propósito Específico
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STF	Supremo Tribunal Federal
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
TJDFT	Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios
TJES	Tribunal de Justiça do Estado do Espírito Santo
TJMG	Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais
TJMT	Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso
TJPR	Tribunal de Justiça do Estado do Paraná
TJRJ	Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro
TJRS	Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo
TMA	<i>Turnaround Management Association</i>
UNCITRAL	<i>United Nations Commission on International Trade Law</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
2 A CRISE EMPRESARIAL.....	17
2.1 <i>Causas e sintomas da crise.....</i>	19
2.1.1 <i>Insolvência e insolvabilidade.....</i>	22
2.2. <i>O início da crise e a identificação das medidas cabíveis.....</i>	24
2.1.2 <i>O “alerta oportuno” e a experiência europeia.....</i>	27
3 PREMISSAS CONSTITUCIONAIS DO TRATAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE.....	30
3.1 <i>A função social da propriedade e a preservação da empresa.....</i>	30
3.2 <i>Os objetivos da lei falimentar.....</i>	34
3.2.1 <i>A empresa viável.....</i>	42
4 MECANISMOS LEGAIS PARA O TRATAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE NO BRASIL.....	49
4.1 <i>A mudança de paradigma no tratamento das empresas em crise.....</i>	49
4.2 <i>Recuperação judicial.....</i>	53
4.3 <i>Recuperação extrajudicial.....</i>	56
4.4 <i>Falência.....</i>	57
5 O CRÉDITO.....	60
5.1 <i>Conceito.....</i>	60
5.2 <i>Breve histórico sobre o crédito.....</i>	61
5.3 <i>A Importância do crédito na vida empresarial.....</i>	63
6 O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE: GENERALIDADES.....	65
6.1 <i>Escopo e importância do financiamento das empresas em crise.....</i>	65

6.1.1 Meios para captação de recursos: participação societária (equity) versus contratação de empréstimo (debt).....	70
6.2 Legitimidade para a contratação de novos empréstimos.....	77
6.3 Os fornecedores de crédito.....	80
6.3.1 Os fundos de investimento como fornecedores de crédito às empresas em crise.....	88
6.3.2 O financiamento público das empresas em crise.....	92
6.3.3 O financiamento entre empresas do mesmo grupo e a insolvência transfronteiriça.....	97
6.4 O financiamento das empresas em crise antes do início do procedimento concursal.....	101
6.5 O financiamento de curto prazo ou “financiamento-ponte”.....	104
6.6 O financiamento de longo prazo.....	110
6.6.1 O exit financing.....	112

7 O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE NO DIREITO ESTRANGEIRO..... 115

7.1 O DIP financing nos Estados Unidos.....	117
7.2 A ordem de financiamento interino no Canadá.....	124
7.3 O financiamento das empresas em crise na Itália.....	127
7.4 A experiência britânica e o “London Approach”.....	130
7.5 Portugal.....	135
7.6 França.....	137
7.7 Espanha.....	139
7.8 Holanda.....	140
7.9 Colômbia.....	140
7.10 Japão.....	141
7.11 China.....	144
7.12 Singapura.....	145

8 TRATAMENTO CONFERIDO PELO DIREITO BRASILEIRO AOS FINANCIADORES DE EMPRESAS EM CRISE..... 147

8.1 O financiamento das empresas em recuperação judicial.....	150
---	-----

8.1.1	<i>Extraconcursalidade</i>	150
8.1.1.1	<i>Abrangência</i>	154
8.1.1.2	<i>A expressão “durante a recuperação judicial”</i>	155
8.1.1.3	<i>O momento da decretação de falência para fins de extraconcursalidade</i>	158
8.1.1.4	<i>A prova da extraconcursalidade</i>	161
8.1.1.5	<i>Limites da extraconcursalidade dos novos créditos</i>	162
8.1.1.5.1	<i>Pagamento dos demais credores extraconcursais</i>	162
8.1.1.5.2	<i>Restituições em dinheiro</i>	165
8.1.1.5.3	<i>Créditos excluídos dos efeitos da LRE</i>	168
8.1.1.6	<i>Limites da extraconcursalidade dos novos créditos (2): Despesas indispensáveis à administração da falência e créditos de natureza estritamente salarial</i>	174
8.1.2	<i>Reclassificação dos créditos preexistentes</i>	177
8.1.3	<i>Incentivos à captação de financiamentos no plano de recuperação judicial</i>	179
8.1.3.1	<i>Incentivos ao financiador versus tratamento uniforme de credores da mesma classe</i>	180
8.1.3.2	<i>Problemas e limitações do tratamento dispensado aos financiadores no plano de recuperação judicial</i>	185
8.1.4	<i>O papel do administrador judicial e do comitê de credores no financiamento das empresas em recuperação judicial</i>	188
8.1.5	<i>Incentivos legais indiretos ao financiamento das empresas em recuperação judicial</i>	189
8.1.6	<i>Formas de pagamento do financiamento</i>	191
8.2	<i>O financiamento das microempresas e empresas de pequeno porte na recuperação judicial especial</i>	192
8.3	<i>O financiamento das empresas em recuperação extrajudicial</i>	194
9	A QUESTÃO DA TRANSPARÊNCIA NO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE	197
9.1	<i>Mecanismos legais de transparência: instrução da petição inicial e prestação de informações periódicas</i>	201
9.2	<i>A assunção de compromissos (covenants)</i>	205

9.3 A transparência e o monitoramento das empresas em crise.....	210
---	------------

10 A OUTORGA DE GARANTIAS E A ALIENAÇÃO DE BENS PARA FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL..... 215

10.1 O art. 66 da LRE e a expressão “ativo permanente”.....	217
10.2 Aprovação prévia do ato de alienação ou oneração pelo juiz e pelo comitê de credores – limites da discricionariedade.....	219
10.3 Consequências da inobservância do disposto no art. 66.....	223
10.4 Alienação ou oneração de bens relacionados no plano de recuperação judicial..	225
10.4.1 Alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas prevista no plano de recuperação judicial.....	228
10.5 A exigência de certidões negativas para constituição de garantias e alienação de bens imóveis.....	231
10.6 A outorga de garantias e o descumprimento do plano de recuperação.....	233
10.7 Extensão da garantia ao crédito sujeito à recuperação judicial: cross-collateralization.....	233
10.7.1 Conversão do crédito concursal em crédito extraconcursal: Rollup.....	236

11 OBSTÁCULOS AO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE..... 237

11.1 Obstáculos sob a perspectiva do financiador.....	237
11.1.1 Assimetria informacional e a perpetuidade da gestão.....	237
11.1.2 Majoração do risco de crédito.....	240
11.1.2.1 Os limites impostos pela Resolução n. 2.682 do CMN.....	242
11.1.2.2 Responsabilidade pela concessão abusiva de crédito.....	248
11.1.3 A fraude contra credores no Código Civil e sua aplicação ao financiamento das empresas em crise.....	249
11.1.4 O risco legal.....	252
11.1.5 A concorrência com outros créditos e o conflito de interesses.....	256
11.1.5.1 O pagamento de outros credores durante a recuperação judicial.....	257
11.1.5.2 A exclusão dos “credores proprietários”	260

11.1.6 A ausência de um mercado secundário de créditos concedidos às empresas em crise.....	266
11.2 Obstáculos sob a perspectiva da empresa em crise.....	268
11.2.1 O estigma das empresas em dificuldade e a desconfiança do credor.....	268
11.2.2 O custo do crédito e o “aprisionamento” do devedor (lock-in).....	270
11.2.3 O desconhecimento das regras do financiamento das empresas em crise...	272
11.2.4 Limitadores à concessão de crédito no Brasil – dificuldades gerais.....	273
11.3 Sugestões de lege ferenda e práticas a serem adotadas para incentivar o financiamento das empresas em crise no Brasil.....	273
 12 LIMITES DE ATUAÇÃO DOS FINANCIADORES E A QUESTÃO DA GOVERNANÇA.....	285
 13 O PRINCÍPIO DA PRESERVAÇÃO DA EMPRESA E O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS FALIDAS.....	297
 14 CONCLUSÃO.....	305
 REFERÊNCIAS.....	312

1 INTRODUÇÃO

A crise da empresa é, acima de tudo, um problema social.

Uma vez instalada, ela abre as portas à bancarrota do empreendimento, com efeitos deletérios sobre a economia em geral, independentemente da dimensão da empresa, de sua localização ou do setor em que atua. Mercados tornam-se mais concentrados, produtos ou serviços têm seu fornecimento interrompido, bens de produção se deterioram, marcas são estigmatizadas, tributos deixam de ser arrecadados, credores não são pagos e empregos são extintos. Tais eventos atingem não apenas os sócios e administradores da empresa, mas também seus clientes, fornecedores, empregados, consumidores, o Estado e até mesmo comunidades inteiras, dependentes das atividades econômicas então desempenhadas.

Mas a ruína de uma empresa não destrói apenas negócios, bens ou empregos. Destrói também sonhos: o sonho do empreendedor de ver crescer e prosperar a empresa que construiu durante uma vida inteira; o sonho daqueles que vislumbraram ascensão junto com a empresa, fornecendo a ela ou a seus empregados produtos e serviços diversos; o sonho do trabalhador de galgar posições dentro da instituição para a qual trabalha; o sonho do promissário comprador de imóvel não entregue em razão da falência do promitente vendedor; além de muitos outros que dizem respeito à própria dignidade da pessoa humana.

O direito não poderia ser alheio a esse fenômeno social, como de fato não é.

A tutela da crise empresarial tem suas bases na Constituição Cidadã, no Título destinado à Ordem Econômica e Financeira, que erigiu como um de seus princípios a função social da propriedade, remetendo, nesse contexto, à propriedade dos bens de produção, instrumento do exercício da atividade empresária. Dado que a crise impede a realização dos fins sociais da empresa, torna-se imperativo um tratamento legal que possibilite a superação de tais dificuldades, sempre que possível e viável.

Apenas em 2005, tardiamente, o legislador brasileiro pôs de lado os vetustos instrumentos legais destinados ao tratamento da crise empresarial, quando entrou em vigor a Lei n. 11.101/2005 (LRE), que introduziu no ordenamento a recuperação judicial, a qual consagra a função social da empresa e, ao mesmo tempo, mas não no mesmo nível, manifesta preocupação com a proteção dos credores e a eficiência do mercado. Por outro lado, criou o procedimento de recuperação extrajudicial e deu novos contornos à falência,

com dispositivos voltados ao aproveitamento produtivo dos bens do falido, ainda que por outro empresário.

Assim, os princípios que nortearam a elaboração da nova lei foram: preservação da empresa; separação dos conceitos de empresa e de empresário; recuperação das sociedades e empresários recuperáveis; retirada do mercado de sociedades ou empresários não recuperáveis; proteção aos trabalhadores; redução do custo do crédito no Brasil; celeridade e eficiência dos processos judiciais; segurança jurídica; participação ativa dos credores; maximização do valor dos ativos do falido; desburocratização da recuperação de microempresas e empresas de pequeno porte; e rigor na punição de crimes relacionados à falência e à recuperação judicial.¹

Com o advento da recuperação judicial de empresas ditas recuperáveis ou viáveis, surgem inúmeras questões relativas aos meios e métodos a serem adotados para resgatar a empresa e evitar sua debacle. Alguns deles estão expressamente previstos na LRE² e podem ser objeto do plano de recuperação submetido aos credores. Contudo, é intuitivo que a empresa nessas condições carece de recursos para manter suas atividades de forma regular e competitiva. Diante disso, o problema que se coloca é: como conseguir novos recursos para manter as atividades durante os primeiros estágios da recuperação judicial e possibilitar, direta ou indiretamente, o cumprimento do plano negociado com os credores? Em outras palavras: como financiar a recuperação das empresas em crise?

A palavra financiar tem sua origem etimológica no termo finança e quer dizer, num sentido amplo, sustentar gastos, prover o capital necessário para algo, custear, bancar.³ Na seara mercantil e industrial, significa “o apoio financeiro prestado ao comércio ou à indústria ou a qualquer outro empreendimento de ordem pública ou particular, mediante fornecimento do numerário indispensável à realização pretendida.”⁴ Neste trabalho, adotaremos a palavra financiamento em sua acepção ampla, para expressar qualquer fornecimento de crédito às empresas em crise, seja por meio de mútuo, vendas a crédito ou adiantamento do preço de bens e serviços, destinado à realização de determinados objetivos mediatos e imediatos. Imediatamente, destina-se ao capital de giro necessário à

¹ Cf. TEBET, Ramez. **Parecer nº 534, de 2004**: Sobre o Projeto de Lei da Câmara nº 71, de 2003 (nº 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. Brasília: 2005, p. 29-31. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933>>. Acesso em: 24 jan. 2012.

² Art. 50, LRE.

³ Cf. HOUAISS, Antônio; VILLAR, Mauro de Salles. **Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001, p. 1346.

⁴ Cf. DE PLÁCIDO E SILVA. **Vocabulário Jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967, Vol. II, p. 700.

manutenção das atividades no curto prazo, ao cumprimento do plano de recuperação e à realização de investimentos no médio e longo prazo. Mediamente, trata-se do financiamento indispensável à superação da crise empresarial e ao sucesso da recuperação.

A questão do financiamento das empresas em crise já foi objeto de preocupação e debates em diversos países, mas se desenvolveu de modo mais acentuado nos Estados Unidos, cuja lei falimentar dispensou um tratamento pormenorizado com vistas a incentivar o chamado *distress investing* entre os agentes de mercado. Tal foi – e continua sendo – o sucesso dessa prática que ela recebeu, na doutrina e na jurisprudência daquele país, uma designação própria, qual seja, *debtor-in-possession financing* ou, de maneira simplificada, *DIP financing*, e suas variações, como *DIP lending*, *DIP loan* e assim por diante. Tais expressões são utilizadas em diversos países para se referir ao financiamento das empresas em dificuldade. Qualquer que seja a denominação adotada no presente trabalho (*DIP financing*, *DIP loan*, *DIP lending*, concessão de novos recursos ou novo crédito, dinheiro novo, *distress investing* ou *fresh money*), quer-se referir ao financiamento concedido às empresas em crise, combustível necessário ao bom desenvolvimento do processo recuperacional e ao retorno da empresa à situação de normalidade, em condições de competir no mercado.

Neste trabalho, procuraremos analisar a questão da perspectiva do direito brasileiro, a partir dos dispositivos da LRE que viabilizariam essa prática, especialmente para as empresas em recuperação judicial. Por outro lado, abordaremos a interação desses dispositivos com o restante do ordenamento jurídico, bem como apontaremos obstáculos legais, regulatórios, econômicos e culturais para o desenvolvimento de um mercado brasileiro de concessão de crédito às empresas em crise, seja o crédito bancário, de fornecedores ou clientes, e até mesmo o financiamento via participação societária, além de propormos algumas sugestões para reduzir as limitações existentes.

Este trabalho não tem por fim esgotar a discussão do tema, tarefa impossível diante do imponderável próprio do exercício da atividade empresarial e da criatividade do mercado e dos operadores do direito, sempre construindo novas técnicas, instrumentos e soluções para os problemas que se colocam. O que pretendemos é reunir os aspectos que nos parecem mais importantes e atuais acerca do financiamento das empresas em dificuldade, sem deixar de lado o viés crítico inerente a escritos como este, a partir do qual novas soluções podem surgir no âmbito legislativo, judicial e negocial.

Também foge do escopo deste trabalho o financiamento das instituições financeiras em crise, que possuem regramento específico no Brasil e em outros países. A despeito

disso, por vezes serão utilizados exemplos de financiamentos de instituições financeiras em crise no Brasil e no exterior para tratar de outros aspectos igualmente aplicáveis às demais empresas em dificuldade.

2 A CRISE EMPRESARIAL

O conceito de crise está relacionado a mudanças organizacionais e sociais, bem como a processos decisórios. É objeto de estudo de diversas disciplinas, como a psicologia, a sociologia e a ciência política. Na literatura administrativa, uma definição funcional de crise tem em conta três dimensões, na medida em que a crise organizacional (a) ameaça valores primordiais da entidade, (b) apresenta um curto período de tempo para resposta e (c) é inesperada ou imprevista.⁵ Todavia, a prática nos mostra que muitas crises empresariais são previamente anunciadas, mas a resposta que a elas se dá é, por vezes, tardia, acarretando seu agravamento.

Em algumas ocasiões, o estado de crise é equiparado à insolvência empresarial, mas pode englobar também situações de mero desequilíbrio econômico-financeiro ainda não crônico ou situações pré-insolvência.⁶

Num esforço de sistematização, Fábio Ulhoa Coelho⁷ classifica a crise empresarial como econômica, financeira e patrimonial.

No primeiro caso, a crise adviria de uma retração considerável dos negócios, atingindo os empresários de forma geral, determinado segmento ou apenas uma determinada empresa. Outros autores⁸ qualificam a crise econômica como o resultado da ineficiência na alocação dos ativos da empresa, pois seus concorrentes produzem algo melhor a um custo menor. Seus ativos são incapazes de gerar riquezas suficientes comparativamente aos seus custos operacionais e ao uso alternativo que poderiam ter. Essa situação independe da estrutura de capital da empresa ou da existência de credores. Mesmo que estes desapareçam, o problema persistirá.⁹

⁵ Cf. HERMANN, Charles F. Some Consequences of Crisis Which Limit the Viability of Organizations. **Administrative Science Quarterly**, n. 8, 1963, p. 63-64.

⁶ Cf. CARLI, Andrea. Accordi di ristrutturazione dei debiti ed impresa in crisi. **Contratto e impresa**, Milano, ano XXV, n. 2, mar./apr. 2009, p. 415-416. A lei de falências italiana (Régio Decreto n. 267/1942, conforme alterado), em seu art. 160, último parágrafo, dispõe que por “estado de crise” deve se entender também, mas não apenas, o estado de insolvência, que ocorre com o inadimplemento ou outro fato exterior que demonstre que o devedor não mais é capaz de cumprir suas obrigações (art. 5º, segundo parágrafo, da lei falimentar italiana).

⁷ **Comentários à Lei de Falências e de recuperação de empresas**. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 68-69.

⁸ Cf. BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms. **108 Yale L.J.**, 1998-1999, p. 580-581.

⁹ Na mesma esteira, Deborah Kirschbaum, para quem a recapitalização de uma empresa em crise econômica só faz sentido se houver modificação na forma como seus ativos são empregados (**A Recuperação Judicial no Brasil: Governança, Financiamento Extraconcursal e Votação do Plano**. 2009. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 18).

No segundo caso, a crise seria gerada por problemas de liquidez, carecendo a empresa de dinheiro para honrar seus compromissos mais imediatos. Aqui, o produto das atividades da empresa é insuficiente para pagar seus credores.¹⁰ Sob outra perspectiva, Kenneth Ayotte e David A. Skeel, Jr.¹¹ caracterizam uma empresa como financeiramente em crise quando ela apresenta oportunidades de investimento que podem ser valiosas para os investidores se forem empreendidas (ou continuadas), mas para as quais a empresa não consegue obter financiamento.

Por fim, a crise patrimonial equivaleria à insuficiência de ativos para atender ao passivo em aberto, caracterizando o chamado estado de insolvabilidade ou insolvência clássica, conforme veremos adiante.

Adicionalmente, alguns autores¹² fazem referência à crise de rigidez, denotando a falta de adaptação da atividade a mudanças no ambiente externo da empresa, como evoluções tecnológicas, alterações de hábitos e preferências dos consumidores, globalização, custos do trabalho e matérias-primas, concorrência e ineficiência do sistema fiscal. Haveria, ainda, a crise de eficiência, quando uma ou mais áreas da empresa, por razões diversas, operam abaixo de sua capacidade e rendem menos, podendo conduzir a outros tipos de crise.¹³

Embora constituam fenômenos distintos, as diversas espécies de crise podem se manifestar em conjunto ou isoladamente,¹⁴ e o surgimento de uma delas pode estar ligado a outra preexistente.¹⁵ Muitas vezes, a crise financeira pode revelar uma crise econômica subjacente e servir como alerta aos sócios, administradores ou demais interessados para que alguma medida seja adotada, o que seria viabilizado por mecanismos de

¹⁰ Cf. BAIRD, Douglas G. **Bankruptcy's...**, p. 580.

¹¹ Bankruptcy or Bailouts? **35 J. Corp. L.**, 2009-2010, p. 473-474. Os autores defendem que a expressão “oportunidade de investimento” deve ser entendida amplamente. A título de exemplo, num banco comercial envolveria o financiamento a empresas e indivíduos, enquanto em bancos de investimento compreenderia a prestação de serviços de assessoria em fusões e aquisições, captação de recursos e gestão de carteiras, dentre muitas outras atividades.

¹² Cf. TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Falência e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2011, 3 v., p. 2.

¹³ Cf. TOMAZETTE, Marlon. **Curso...**, p. 2-3.

¹⁴ Conforme lembra Deborah Kirschbaum, muitas empresas brasileiras ingressaram num estado de crise financeira não derivada de crise econômica após a crise hipotecária norte-americana de 2008, pois haviam assumido posições especulativas em contratos de derivativos de câmbio e acabaram por registrar enormes perdas que afetaram sua viabilidade (**A Recuperação...**, p. 16).

¹⁵ Assim, um restaurante pode não conseguir pagar seus credores porque as pessoas não querem fazer suas refeições naquele estabelecimento, situação que ilustra uma crise financeira resultante de uma crise econômica. Ao contrário, esse mesmo restaurante pode estar descapitalizado e, para pagar suas contas, corta os custos da comida e dos serviços, de forma que os fregueses, insatisfeitos, passam a comer em outro lugar e o restaurante mergulha numa crise econômica (cf. BAIRD, Douglas G. **Bankruptcy's...**, p. 581).

monitoramento da gestão encorajados pelo direito.¹⁶ Por outro lado, a crise econômica pode existir sem que se manifeste um problema de falta de caixa, devido à constante obtenção de financiamentos. Normalmente, ambas as situações ocorrem ao mesmo tempo porque, se uma empresa é ilíquida, mas solvente, ela pode, ao menos em circunstâncias normais, obter novos financiamentos oferecendo em garantia seus ativos. Porém, considerando que os mercados financeiros são imperfeitos, é possível para uma empresa ser ilíquida mesmo que solvente.¹⁷

2.1 Causas e sintomas da crise

Diversas causas podem conduzir a empresa a uma ou várias espécies de crise, cada qual com seus respectivos sintomas.

Stuart Slatter e David Lovett¹⁸ dividem as principais causas do declínio da empresa em internas e externas. Entre as primeiras estão má administração; controle financeiro inadequado; fraca gestão do capital de giro; custos elevados, acarretando desvantagens competitivas; esforços de *marketing* insuficientes; exagerado nível de comercialização, com redução da margem de lucro; grandes projetos com custos subestimados e receitas superestimadas; aquisições frustradas ou incompetência na gestão pós-aquisição; política financeira com alta alavancagem, excessivo conservadorismo ou com uso de fontes de financiamento inadequadas; inércia ou confusão organizacional.¹⁹ Entre as últimas há mudanças na demanda, concorrência de produtos ou preços e variações adversas nos preços dos insumos básicos (*commodities*).²⁰

¹⁶ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 17.

¹⁷ Cf. AYOTTE, Kenneth; SKEEL, JR., David A. **Bankruptcy...**, p. 483-484.

¹⁸ **Como recuperar uma empresa:** A gestão da recuperação do valor e da performance. Organizadores: Eduardo Lemos; Tomas Felsberg. São Paulo: Atlas, 2009, p. 27-51.

¹⁹ Às causas internas podemos acrescentar, v.g., sucessão do controlador, disputas entre sócios, falta de mão de obra qualificada e obsolescência de equipamentos (cf. LOBO, Jorge. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 194).

²⁰ As causas da crise empresarial são inúmeras e já foram objeto de pesquisas empíricas em diversas partes do mundo. Em 1996, Per Strömberg e Karins S. Thorburn investigaram duzentas e cinquenta e três empresas suecas, constatando que duzentas e seis delas reportaram como as maiores causas para a crise a baixa lucratividade e as decisões negociais equivocadas. Na sequência, trinta e sete empresas atribuíram a crise à perda de clientes ou de crédito; trinta e cinco apontaram a insolvência de outras empresas do grupo, mesmo número que relaciona a crise da empresa com a incompetência dos administradores ou conflitos entre eles. Além disso, foi constatado que nove dessas empresas entraram em estado de crise após doença ou falecimento do sócio-administrador, em vinte e três casos o elevado endividamento foi citado como a

Outras causas externas da crise da empresa decorrem de ações governamentais. O Brasil passou por diversos momentos políticos e econômicos que tiveram impacto negativo nas empresas, devido a bloqueio dos cruzados novos no Banco Central do Brasil (BACEN); criação de impostos extraordinários; mudanças nas políticas cambial, fiscal e creditícia; liberação das importações; redução de tarifas alfandegárias; queda dos preços dos produtos agrícolas no mercado externo; e restrições à liquidez bancária.²¹

Em suma, pode-se afirmar que existem fatores endógenos e exógenos que motivam a crise empresarial. Porém, o peso destes últimos como causa da crise deve ser relativizado, pois, se razões macroeconômicas foram predominantes para a crise, todas as empresas do setor terão sido afetadas e se tornarão, em grande parte, insolventes. Por outro lado, se apenas algumas empresas de determinado setor estiverem em crise, haverá suspeitas de que sua causa está ligada a fatores internos de gestão.²²

Douglas G. Baird²³ lembra que muitos dos problemas que podem desencadear a crise empresarial não são identificados de antemão por estarem ligados a repentinas mudanças econômicas, tecnológicas e regulatórias. Esses eventos se tornaram cada vez mais comuns a partir da década de 1970, quando as crises econômico-financeiras das empresas deixaram de ser episódicas, atribuídas à incompetência, imprudência, ignorância ou má-fé dos empresários ou administradores, e passaram a ser recorrentes, atingindo diversos setores da economia em diversos países, por razões de ordem microeconômica e macroeconômica.²⁴

Como consequência imediata da crise empresarial, credores, especialmente o fisco, deixam de ser pagos, salários são atrasados e dívidas postergadas a custos maiores. Num cenário mais agravado, o acesso ao crédito torna-se demasiadamente restrito, devido aos

causa da crise e em doze casos disputas contratuais teriam atrapalhado as operações da empresa e acarretado a crise. Por fim, dezessete empresas declararam como principal razão para a crise a prática de condutas fraudulentas por seus administradores (An Empirical Investigation of Swedish Corporations in Liquidation Bankruptcy. **EFI Research Report**, July 1996, p. 20. Disponível em: <[http://www.sifr.org/PDFs/strombergthorburn\(efi1996\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/strombergthorburn(efi1996).pdf)>. Acesso em: 24 fev. 2011).

²¹ Cf. LOBO, Jorge. **Comentários à Lei...**, p. 194.

²² Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 84.

²³ The Hidden Virtues of Chapter 11: an Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms. **Chicago Working Papers in Law & Economics, Working Paper n. 43**, p. 01-38, Mar. 1997, p. 33. Disponível em: <http://www.law.uchicago.edu/files/files/43.Baird_Chapter11.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2012.

²⁴ Cf. PERIN JUNIOR, Ecio. A dimensão social da preservação da empresa no contexto da nova legislação falimentar brasileira (lei 11.101/2005). Uma abordagem zetética. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 142, abr./jun. 2006, p. 172-173; No mesmo sentido, cf. LOBO, Jorge. **Comentários à Lei...**, p. 194.

sucessivos inadimplementos, protestos de títulos, surgimento de ações executivas e inclusão da empresa nos cadastros de restrição ao crédito.²⁵

Eventos dessa ordem apontam para uma possível distinção entre as causas e os sintomas do declínio empresarial. Estes refletem sinais da história, ou das ameaças, vistos sob a perspectiva de um analista externo, fornecendo evidências do que poderia estar errado com a empresa, sem indicar as medidas a serem tomadas. Algumas vezes, é importante combater os sintomas da crise para melhorar a confiança da empresa perante terceiros e possibilitar que eles ajudem na superação da crise.²⁶

Stuart Slatter e David Lovett²⁷ arrolam alguns dos sintomas da crise sob a perspectiva de diferentes observadores e ambientes. Dentre eles, destacamos: mudança de diretores; fracasso no lançamento de produtos; levantamento de novos recursos para bancar perdas; renegociação ou encerramento de contratos bancários; diminuição absoluta e relativa do preço das ações; quedas nos lucros, participação no mercado, pontuação de risco de crédito, liquidez, dividendos e volume de vendas; atraso na publicação das demonstrações financeiras; perda de empregados-chave; falta de investimento em novas tecnologias; perda de clientes e contratos importantes; piora nas condições comerciais; atraso de pagamentos; declínio de qualidade e interrupção no fornecimento; fraca gestão do capital de giro; e baixo moral e sensação de medo entre os empregados.

Conhecer profundamente as causas da crise empresarial é o primeiro passo para que as medidas corretas sejam tempestivamente adotadas, além de constituir elemento fundamental para se aferir a viabilidade da empresa, estimar os custos envolvidos no seu soerguimento e elaborar um plano de recuperação crível.²⁸ No que tange ao escopo deste trabalho, o conhecimento das verdadeiras razões pelas quais a empresa está em dificuldade é o primeiro passo para a constatação de sua viabilidade, bem como das medidas saneadoras cabíveis, incluindo a concessão de novos financiamentos durante a crise, sejam eles destinados à manutenção das atividades até a elaboração e apresentação do plano recuperacional aos credores ou para auxiliar a recuperação da empresa no médio e longo prazo.

²⁵ Cf. MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. **Função Sócio-Econômica da Empresa em Recuperação Judicial**. 2008. Disponível em: http://www.bocater.com.br/artigos/mmm_funcao_soc_econ.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2012.

²⁶ Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 24-25.

²⁷ **Como recuperar...**, p. 27-51.

²⁸ No mesmo sentido, cf. PERIN JUNIOR, Ecio. **A dimensão...**, p. 175.

2.1.1 Insolvência e insolvabilidade

Na subseção anterior, fizemos menção a situações de insolvência. Porém, esse conceito variou ao longo dos séculos, pelo que cumpre esclarecê-lo.

Fábio Konder Comparato²⁹ traça a evolução da ideia de insolvência desde sua noção clássica até sua concepção moderna.

No direito romano, a insolvência sempre esteve associada ao inadimplemento, passando a indicar, no direito comum medieval, a suficiência ou não de bens do patrimônio do devedor para fazer frente ao seu passivo, dando lugar à execução concursal. Esta insuficiência de ativos é conhecida por insolvência clássica. A partir do Código Comercial Francês de 1807, a cessação de pagamentos passou a caracterizar o estado de insolvência, independentemente da existência de déficit patrimonial, para fins concursais. No Brasil do século XIX, a insolvência, embora não definida, dizia respeito à suficiência ou não do ativo em relação ao passivo do devedor, adotando a noção clássica do termo.³⁰

Modernamente, a doutrina relaciona a insolvência apenas ao inadimplemento. Contudo, para Fábio Konder Comparato,³¹ nem todo inadimplemento caracteriza insolvência, pois o devedor pode inadimplir por diversas razões jurídicas, como a existência de dúvidas sobre o valor da dívida, exceção de contrato não cumprido e assim por diante. Logo, para existir insolvência é necessário que haja um inadimplemento sem razão de direito, seja porque o devedor não quer pagar, seja porque não pode pagar suas obrigações.

Diferentemente, o devedor pode deixar de adimplir suas obrigações porque não possui ativos suficientes ou não possui meios líquidos para cumpri-las. Essa inaptidão econômica de adimplir se refere à insolvabilidade. No primeiro caso, a impossibilidade de adimplir é definitiva, enquanto no segundo é mais ou menos durável em virtude do crédito que pode obter o devedor ou do tempo necessário para alienar seus ativos ilíquidos. Enquanto a insolvência diz respeito a uma obrigação, a insolvabilidade é um estado que interessa a todos os credores.³²

Pode haver insolvência sem que haja insolvabilidade, quando o devedor não paga suas obrigações por má-fé ou negligência. Ao contrário, o devedor insolvável pode

²⁹ **O Seguro de Crédito**. São Paulo: RT, 1968, p. 43-47.

³⁰ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. **O Seguro...**, p. 43-46.

³¹ **O Seguro...**, p. 46-47.

³² Cf. COMPARATO, Fábio Konder. **O Seguro...**, p. 47.

adimplir suas obrigações mediante liquidação precipitada de ativos e utilização de meios fraudulentos ou ruinosos.³³

Mais recentemente, alguns autores³⁴ têm adotado a classificação de insolvência real (ou em sentido econômico) e insolvência aparente. No primeiro caso, há um déficit patrimonial, tal como na insolvabilidade, enquanto no segundo caso o devedor não dispõe, ainda que eventualmente, de recursos para cumprir, no vencimento, as obrigações assumidas. Outros,³⁵ mais taxativamente, equiparam o estado de insolvência empresarial à existência de patrimônio líquido negativo. Em sentido oposto, alguns juristas³⁶ propugnam que a insolvência, à luz da LRE, não se revela pelo fato de o ativo ser inferior ao passivo, mas pela incapacidade do ativo gerar recursos para que o empresário cumpra pontualmente suas obrigações, seja pela falta de meios próprios realizáveis de imediato ou pela falta de crédito.

Em diversos ordenamentos, a causa ou pressuposto objetivo para abertura de um procedimento concursal consiste na incapacidade do devedor de satisfazer regularmente suas obrigações, identificada como estado de insolvência.³⁷ Ao contrário, no Brasil, a insolvência simples, ou seja, a falta de pagamento sem relevante razão de direito, prevalece como motivo para a decretação da falência do empresário ou da sociedade empresária submetidos à LRE, ao lado da insolvência presumida, nos casos de execução frustrada e prática de atos de falência.³⁸ Contudo, não se trata de um pré-requisito para que o devedor possa pleitear a recuperação judicial, pois ele pode antever a crise no curto ou médio prazo e tomar medidas saneadoras antes que a insolvência esteja consumada.³⁹ Não obstante, por razões como o estigma negativo, incertezas na aplicação da lei, idiosincrasias e riscos diversos, é provável que a maior parte das empresas recorra à recuperação tardiamente, já com patrimônio líquido negativo e diversas obrigações vencidas, o que ameaça a continuidade dos negócios com eventos como a instauração de greves e a oneração de

³³ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. **O Seguro...**, p. 47.

³⁴ Cf. PERIN JUNIOR, Ecio. **Curso de Direito Falimentar e Recuperação de Empresas**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 110.

³⁵ Cf. PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 206.

³⁶ Cf. CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa: O Novo Regime da Insolvência Empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 192-193.

³⁷ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Le crisi di impresa fra diritto ed economia** – Le procedure di insolvenza. Bologna: il Mulino, 2007, p. 121-125. A título de exemplo, a lei falimentar espanhola (*Ley 22/2003*) exige como pressuposto objetivo para abertura do concurso o “estado de insolvência”, caracterizado quando o devedor não pode cumprir regularmente suas obrigações exigíveis (art. 2º, parágrafo 2). Por sua vez, a lei de falências chinesa, de 2006, em seu artigo 2º, traz como pressuposto objetivo a falta de pagamento dos débitos quando exigíveis e a insuficiência de ativos.

³⁸ Art. 94, incisos I a III, LRE.

³⁹ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 18-19.

ativos relevantes, dificultando a obtenção de novos financiamentos.⁴⁰ A seguir, veremos alguns motivos para o retardo do ingresso com o pedido de recuperação judicial.

2.2 O início da crise e a identificação das medidas cabíveis

Por razões diversas, nem sempre a empresa reconhece a situação de crise na qual imergiu e posterga ou evita recorrer ao procedimento concursal. Alguns autores⁴¹ apontam como uma dessas razões a punição aos sócios, que pouco ou nada receberão caso a falência da empresa seja decretada, o que leva os administradores, agindo em favor dos sócios, a adotar projetos negociais mais arriscados, na busca de um maior retorno de capital para mitigar a crise. Outra razão é o valor idiossincrático da empresa para seu controlador, que a atribui um preço subjetivo e individual que ela não tem⁴² e acredita com veemência que será capaz de superar a crise por seus próprios esforços. Essa característica é reforçada pelo perfil familiar das empresas brasileiras e o empresário, vulgo dono, ao invés de recorrer às medidas saneadoras da crise, retarda o socorro e a torna irremediável.⁴³

Igualmente, o desconhecimento da lei apresenta-se como potencial inibidor do acesso ao procedimento recuperacional, agindo em paralelo ao chamado estigma da falência, arraigado nos consumidores em geral, que seriam desencorajados a comprar

⁴⁰ Estudo realizado pela Fundação Getúlio Vargas – FGV com dezessete empresas em recuperação judicial nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, a partir de quatro indicadores contábeis (capacidade de pagamento dos passivos declarados na petição, capacidade de pagamento do passivo total, alavancagem e liquidez), mostrou que pelo menos na metade dos casos analisados seria necessário menos de um ano para a empresa quitar seus passivos (razão passivo/faturamento menor que um), justificando o pedido de recuperação dada sua viabilidade econômica. Por outro lado, os indicadores de liquidez e de alavancagem apontam dificuldades financeiras de curto prazo e junto a credores, apresentando patrimônio líquido negativo (passivo maior que o ativo) na maior parte dos casos. **(Relatório Final de Pesquisa do Projeto Pensando o Direito: Avaliação da Nova Lei de Falências (Lei 11.101/2005).** [Rio de Janeiro]: maio 2010, p. 48-49. Disponível em: <<http://portal.mj.gov.br/main.asp?View={329D6EB2-8AB0-4606-B054-4CAD3C53EE73}>>. Acesso em: 26 jul. 2011).

⁴¹ Cf. CLAESSENS, Stijn; KLAPPER, Leora F. Bankruptcy around the World: Explanations of its Relative Use. **Working Paper 2865**, [Washington D.C.], World Bank, June 2002, p. 9. Disponível em: <<http://siteresources.worldbank.org/INTLAWJUSTINST/Resources/Bankruptcy.pdf>>. Acesso em: 16 jul. 2012; HART, Oliver. Different Approaches to Bankruptcy. **NBER Working Paper n. 7921**, Cambridge, MA, EUA, Sept. 2000, p. 5. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7921.pdf>>. Acesso em: 04 maio 2010; e ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. A nova Lei de Falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 36, n. 2, ago. 2006, p. 243.

⁴² Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários...**, p. 175-176.

⁴³ Cf. PERIN JUNIOR, Ecio. **A dimensão...**, p. 171.

produtos de uma empresa em recuperação judicial.⁴⁴ Tal estigma está difundido também entre os fornecedores de bens e serviços.

O atraso no reconhecimento da crise faz com que a empresa esgote seu capital de giro e limite as ações efetivas capazes de recuperá-la, assim como a confiança dos credores. Quanto antes o devedor se conscientizar da necessidade de buscar ajuda, maior a probabilidade de soerguimento da empresa e, diante dessa perspectiva de viabilidade, os credores, potenciais ou existentes, sentir-se-ão mais atraídos a aportar novos recursos. Ainda, a preservação do crédito e a inexistência de eventos de inadimplemento aumentam a gama de soluções disponíveis ao devedor. Por isso, muitas legislações preveem também a insolvência iminente como pressuposto objetivo para abertura do procedimento concursal.⁴⁵

Ademais, o reconhecimento do estado de crise em seus primeiros estágios, antes que ela fuja ao controle do empresário, poderia até mesmo tornar dispensável a busca de novos recursos financeiros enquanto se elabora um plano de recuperação (o chamado “financiamento-ponte”⁴⁶), que seria visto com bons olhos pelos credores aos quais ele for submetido.

No contexto da lei de falências italiana, Lorenzo Stanghellini⁴⁷ observa que o reconhecimento tempestivo da crise envolve problemas de cultura e de incentivo. Por um lado, não há mecanismos explicitamente voltados para reduzir a assimetria de informações entre credor e devedor, como os mecanismos de alerta que veremos a seguir. Por outro, a ineficiência do *concordato preventivo* e a aflição gerada pelo *fallimento* fortalecem a tendência de procrastinar o reconhecimento da crise, vista como um desastre pessoal e patrimonial.

⁴⁴ O estigma da falência propagado entre os consumidores foi uma das justificativas do ex-presidente da empresa norte-americana de automóveis *General Motors*, Rick Wagoner, para, à época própria, não ter considerado a opção de recorrer aos procedimentos concursais, o que se deu posteriormente durante a crise financeira de 2008, deflagrada nos Estados Unidos e no resto do mundo. Juntamente com o estigma, mencionou o desinteresse de eventuais compradores da empresa na crise, em parte pelo receio de que a companhia poderia desaparecer e não honrar suas obrigações garantidas, além da repercussão negativa do pedido entre os principais fornecedores, que também poderiam entrar em dificuldades. Entretanto, essas justificativas jamais se mostraram plausíveis, pois os clientes não abandonam uma empresa viável apenas porque ela recorreu à recuperação judicial, tal como demonstrado, v.g., na crise das companhias aéreas norte-americanas no início da década passada (cf. SKEEL, JR., David A. Bankruptcy Phobia. **82 Temp. L. Rev.**, Summer 2009, p. 338). Essa postura pode ser explicada pela cultura empreendedora daquele país, em que as pessoas admitem com mais naturalidade a crise como uma etapa do ciclo de vida das empresas.

⁴⁵ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Le crisi...**, p. 135-137.

⁴⁶ Ver 6.5 *infra*.

⁴⁷ **Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi – 1ª edizione**, [Firenze], genn. 2010, p. 9. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1606562>. Acesso em: 04 maio 2010.

Nos Estados Unidos, os administradores de empresas em crise têm ciência de que ingressar tempestivamente com um pedido sob o *Chapter 11* significa resguardar seus cargos e conferir-lhes exclusividade na propositura de um plano de recuperação. Logo, se eles acreditarem que seus cargos serão de fato preservados no contexto de uma recuperação judicial, estarão inclinados a ingressar com o pedido enquanto a empresa ainda puder ser salva.⁴⁸

Algumas hipóteses são aventadas para relacionar o recente ativismo dos credores em alguns países e os incentivos contrários ao tempestivo ingresso com o pedido de abertura de um procedimento concursal. Da perspectiva dos administradores do devedor, estes, agindo em seus próprios interesses ou dos sócios, procrastinam o pedido na esperança de superar a crise mantendo o controle da empresa. Da perspectiva dos credores que exercem algum grau de influência sobre os rumos do devedor, o ingresso com o pedido é negativo, pois representará atraso no pagamento e aumento de custo de recuperação de seus créditos.⁴⁹

Em países como a Inglaterra, a forte atuação de bancos no monitoramento da capacidade financeira dos tomadores, com a facilitação do acesso a informações, incentiva ações disciplinares sobre os tomadores de crédito em caso de má administração para evitar pedidos de falência intempestivos ou a instalação da crise financeira. Noutras economias, dentre as quais a japonesa e a alemã, os bancos detêm participação acionária no capital de grandes empresas tomadoras, o que implica maior exposição à crise e, portanto, aumento dos incentivos para monitoramento e socorro às empresas economicamente viáveis.⁵⁰

⁴⁸ Cf. MCCORMACK, Gerard. Corporate Rescue Law in Singapore and the Appropriateness of Chapter 11 of the US Bankruptcy Code as a Model. **20 SAcLJ**, 2008, p. 425. É importante estabelecer uma distinção entre a estrutura de capital nos Estados Unidos e no Brasil. Enquanto naquele país grande parte das empresas de maior expressão possui estruturas de capital disperso, a esmagadora maioria das empresas brasileiras apresenta estrutura de capital concentrado e, não raro, o principal executivo é o sócio ou acionista controlador. Assim, em princípio, seu cargo na empresa não está ameaçado.

⁴⁹ Cf. ADLER, Barry E.; CAPKUN, Vedran; WEISS, Lawrence A. Destruction of Value in the New Era of Chapter 11, **NYU Working Paper No. CLB-06-032**, Oct. 2006, p. 3. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1291620>. Acesso em: 01 set. 2011.

⁵⁰ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 72. Segundo a autora, a esses quadros institucionais de monitoramento por parte de bancos ajustam-se a regimes de insolvência “pró-credor”, que priorizam a liquidação e satisfação dos credores ao invés da recuperação da empresa com sacrifícios de todos os envolvidos.

Na lição de David A. Skeel, Jr., para atuar como efetivos supervisores, os bancos devem ter poder suficiente para substituir os administradores da empresa numa situação de emergência e forçar uma reestruturação. Esse poder é exercido pelo voto nas assembleias de acionistas ou pelo corte nos financiamentos da empresa, sinalizando negativamente ao mercado (An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy. **51 Vand. L. Rev.**, 1998, p. 1344).

Lynn M. LoPucki e George G. Triantis⁵¹ aduzem que sistemas concursais baseados na iniciativa do devedor para instaurar o procedimento recuperacional devem prover incentivos para que o pedido seja feito. Se esses incentivos forem muito fortes e genéricos, podem resultar, em alguma medida, em pedidos apropriados e inapropriados. Estes, por sua vez, devem ser identificados e anulados por mecanismos especificamente desenhados para tal mister, contidos nos próprios sistemas concursais.

Dentre esses incentivos, é importante que o acesso ao procedimento concursal seja franqueado a todos os empresários, com custos e despesas que levem em conta o estágio de crise da empresa, além de assegurar a manutenção dos administradores na livre condução dos negócios, ressalvadas hipóteses de fraude e ineficiência manifesta.⁵²

A fim de evitar esses problemas, diversos países vêm adotando determinadas práticas para orientar o empresário e conscientizá-lo do seu estado de crise, atual ou iminente, mostrando-lhe as alternativas existentes.

2.2.1 O “alerta oportuno” e a experiência europeia

Estudo realizado pela Comissão Europeia⁵³ analisou práticas de alerta oportuno para prevenção de crises em diversos países europeus. Verificou-se que os mecanismos de alerta existentes falham por diversos motivos, como a demora no reconhecimento da crise pelo empresário e a falta de uma disciplina adequada para divulgação de informações substanciais sobre a empresa. Em alguns casos, mesmo quando o empresário reconhece a crise, ele não está suficientemente informado sobre as opções disponíveis para superá-la.

⁵¹ A Systems Approach to Comparing U.S. and Canadian Reorganization of Financially Distressed Companies. **35 Harv. Int'l. L. J.**, 1994, p. 275-276. Dentre as medidas inicialmente adotadas pelo legislador norte-americano para incentivar os pedidos formais de recuperação de empresas estão aquelas que objetivam proteger o devedor, as quais compreendem a suspensão das ações e execuções (*automatic stay*), a capacidade de utilizar, dispor ou arrendar bens, incluindo garantias em dinheiro (*cash collateral*) e outras garantias outorgadas aos credores, a possibilidade de assumir ou rejeitar contratos de duração e a possibilidade de obter crédito e oferecer garantias substanciais aos financiadores (cf. MILLER, Harvey R. Chapter 11 in Transition - From Boom to Bust and Into the Future. **81 Am. Bankr. L.J.**, 2007, p. 387).

⁵² Para Harvey R. Miller, as reformas ocorridas em 2005 na lei falimentar norte-americana transformaram o procedimento de recuperação previsto no *Chapter 11* pouco atraente ao devedor, pois se tornou extremamente caro e houve significativa diminuição do controle que o devedor na condução dos negócios de uma empresa em crise exercia anteriormente (**Chapter 11**..., p. 384). Conforme veremos, a prática tem mostrado que esses fatores não foram suficientes para afastar o devedor do *Chapter 11*.

⁵³ **Best Project on Restructuring, Bankruptcy and a Fresh Start: Final Report of the Expert Group.** Brussels, Sept. 2003, p. 10/26. Disponível em: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme2chance/doc/failure_final_en.pdf>. Acesso em: 08 out. 2010.

Para eliminar esses problemas, o estudo recomenda que certas práticas sejam consideradas, como o aconselhamento externo, a conscientização dos empresários sobre as alternativas para superação da crise, o fácil acesso a informações sobre a empresa e a promoção de cursos e treinamentos.

Alguns países apresentam soluções próprias para superar esses obstáculos.

Em França, o *Code de Commerce* prevê nos arts. L234-1 a L234-4 o *procédure d'alerte*, pelo qual o auditor (*commissaire aux comptes*) de uma sociedade anônima, ao notar a existência de fatos que possam comprometer a atividade da empresa, deverá informá-los ao presidente do conselho de administração ou da diretoria, nas condições fixadas por decreto do Conselho de Estado. Não havendo resposta nos quinze dias subsequentes ou se não puder ser assegurada a continuidade do negócio, o auditor convoca por escrito, enviando cópia ao Presidente do Tribunal de Comércio, o presidente do conselho de administração ou da diretoria, para que submetam os fatos apurados à deliberação do conselho de administração ou do conselho fiscal (*conseil de surveillance*). Se essas reuniões não acontecerem, se delas o auditor não participar ou se ele entender que a atividade ainda está comprometida, é convocada uma assembleia geral, à qual um relatório especial será apresentado pelo auditor. Se mesmo depois da deliberação da assembleia o auditor constatar que a decisão tomada ainda não garante a continuidade da empresa, ele informará ao Presidente do Tribunal de Comércio. Prática semelhante pode ser adotada para outros tipos societários.

A Lei n. 2011-525, de 17 de maio de 2011, modificou o tratamento do *procédure d'alerte* e incluiu previsão na qual, dentro de seis meses após o início do procedimento, o auditor pode retomar seu curso ou interrompê-lo quando, a despeito dos elementos que tenham motivado sua apreciação, a continuidade do negócio permanece comprometida e a urgência da situação demanda a adoção de providências imediatas.

O procedimento acima descrito é criticado por ser vago e porque a comunicação pelo auditor não é comum, já que ele não está presente em todas as empresas e não sofre sanções caso deixe de comunicar a situação aos administradores.⁵⁴

O Código Comercial Francês disciplina ainda, em seu art. L611-1, os chamados grupamentos de prevenção (*groupement de prévention agréés*), formados por pessoas matriculadas no registro de comércio ou órgãos de classe e por pessoas jurídicas de direito

⁵⁴ Cf. GUIMARÃES, Márcio Souza. Apontamentos sobre o direito das empresas em dificuldade (*droit des entreprises en difficulté*) em França. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, set. 2009, p. 144.

privado. O intuito do grupo é fornecer aos seus membros, de modo confidencial, uma análise econômica, contábil e financeira das informações que lhe são enviadas regularmente, para que sejam propostas medidas sem caráter vinculativo,⁵⁵ podendo recomendar a intervenção de um especialista. O grupamento também pode, em benefício de seus membros, celebrar acordos com estabelecimentos de crédito e seguradoras.

Além disso, a lei francesa atribui ao Presidente do Tribunal de Comércio o poder de convocar dirigentes da empresa para considerar medidas apropriadas a reverter situações de dificuldade que comprometem a continuidade das operações (art. L611-2). Pautando-se pelo sigilo absoluto, o escopo da convocação é encontrar uma solução em conjunto com o dirigente, que pode ser uma mudança nos rumos dos negócios, o pedido de recuperação judicial ou mesmo a falência.⁵⁶

Na Bélgica, o *Institut Belge des Réviseurs d'Entreprise* modificou suas normas sobre ética profissional a fim de permitir que os auditores aconselhem as empresas quando, no exame das demonstrações financeiras anuais, identificarem sinais de dificuldades.⁵⁷ De maneira semelhante, na Espanha, o *Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas* determina que o auditor atente às situações ou circunstâncias que possam ensejar dúvidas sobre a continuidade das atividades da empresa e, após a análise de todos os elementos envolvidos, se as dúvidas persistirem, deve o auditor mencionar essa incerteza em seu relatório.⁵⁸

Na Inglaterra, o *Barclays Bank* criou uma espécie de *Early Warning List* a partir de um sistema interno de monitoramento mensal das contas de seus clientes, combinando fatores que incluem desde critérios de avaliação comportamentais até o relacionamento pessoal do cliente com o banco. Por esse procedimento, o banco alerta e assessora seus clientes nas hipóteses de crise iminente, recomendando o pedido de socorro tempestivo.⁵⁹

⁵⁵ Cf. GUIMARÃES, Márcio Souza. **Apontamentos...**, p. 144.

⁵⁶ Cf. GUIMARÃES, Márcio Souza. **Apontamentos...**, p. 144.

⁵⁷ Cf. EUROPEAN COMMISSION. **Best Project...**, p. 11.

⁵⁸ Cf. EUROPEAN COMMISSION. **Best Project...**, p. 11.

⁵⁹ Cf. EUROPEAN COMMISSION. **Best Project...**, p. 12.

3 PREMISSAS CONSTITUCIONAIS DO TRATAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE

Conforme ventilamos na introdução deste trabalho, o tratamento dispensado às empresas em crise no Brasil possui um fundamento constitucional, qual seja, a função social da propriedade, princípio orientador da ordem econômica, arrolado no art. 170, inciso III, da Carta Magna.⁶⁰ Explicaremos melhor como se dá essa construção teórica.

3.1 A função social da propriedade e a preservação da empresa

A empresa possui uma importância social na medida em que proporciona a subsistência das pessoas, produz bens e serviços e arrecada impostos. Além disso, como observa Fábio Konder Comparato,⁶¹ a empresa fixa o comportamento de outras instituições e mesmo de grupos sociais que viviam fora do seu alcance: escolas, universidades, hospitais, associações artísticas e clubes desportivos foram tomados por valores como o utilitarismo, a eficiência técnica, a inovação permanente e a economicidade dos meios. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira⁶² já defendiam que a falência de uma grande empresa repercute não apenas sobre os sócios e credores, mas sobre os empregados e suas famílias, a comunidade em que vivem, os investidores, fornecedores e a própria economia do país, destacando a tendência de exclusão dessas empresas da falência.

Discorrendo no contexto do art. 160 da Constituição Federal de 1967, emendada em 1969, Fábio Konder Comparato⁶³ lecionava que a utilização da propriedade voltada ao atendimento de sua função social não seria propriamente meio para atingir o objetivo superior de assegurar a existência digna, mas forma parcial pela qual se concretiza esse objetivo. Tal norma não se caracterizaria como simples regra de organização, mas como norma de conduta, cujo destinatário não é apenas o Estado, mas especialmente as

⁶⁰ “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: [...] III - função social da propriedade;”

⁶¹ A reforma da empresa. In: _____. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 3.

⁶² **A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 187.

⁶³ **A reforma...**, p. 6.

empresas, na condição de principais agentes econômicos. Isso porque se trataria norma dotada de “bilateralidade política” e não simples conselho político ou “expectativa constitucional”.⁶⁴

A função social, quando analisada sob o prisma da utilização dos meios de produção, constitui um poder-dever de organizar, explorar e dispor, conforme os ditames da justiça econômica e social, objetivos esses realizados mediante atuação harmônica dos interesses eventualmente conflitantes.⁶⁵

Newton De Lucca⁶⁶ assevera que conceber uma função social

implica assumir a plenitude da chamada responsabilidade social, vale dizer, a consciência de que tonos nós temos, em maior ou menor grau – como cidadãos, em geral, ou como empresários, em particular –, o indeclinável dever ético de pôr em prática as políticas sociais tendentes a melhorar as condições e a qualidade de vida de todos os nossos semelhantes.

Para Fábio Konder Comparato,⁶⁷ “função” significa um poder de dar ao objeto da propriedade uma destinação determinada, vinculando-o a certo objetivo, que no caso corresponde ao interesse coletivo. Trata-se de um poder-dever, cujo exercício pode ocorrer harmonicamente com o interesse individual do proprietário. Dessa forma, o jurista enxerga a função social da propriedade dos bens de produção como um poder-dever positivo, exercido no interesse da coletividade,⁶⁸ em conformidade com outros valores legitimados pela ordem jurídica. Assim, a função social da empresa não é limitadora dos poderes do empresário, mas promove interesses juridicamente relevantes, conforme os valores constitucionalmente previstos, pelo que a propriedade empresária é utilizada em função de sua destinação econômica e social.⁶⁹ Todavia, parte da doutrina⁷⁰ pontifica que o texto constitucional é aberto, pois embora consagre a livre iniciativa, condicionando-a à

⁶⁴ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. **A reforma...**, p. 7.

⁶⁵ Cf. FRANCO, Vera Helena de Mello. A função social da empresa. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXVIII, n. 98, set. 2008, p. 133.

⁶⁶ **Da Ética Geral à Ética Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 328-329.

⁶⁷ Função social da propriedade dos bens de produção. In: _____. **Direito empresarial: estudos e pareceres**, São Paulo: Saraiva, 1990, p. 32.

⁶⁸ **Função social...**, p. 37. O jurista criticava a antiga lei falimentar brasileira apontando a pobreza na distinção quanto à qualidade ou importância social das empresas insolváveis. Para Comparato, a insolvabilidade das empresas de interesse social deveria ser tratada com o objetivo de reerguimento econômico e financeiro, enquanto a insolvabilidade das empresas de interesse meramente particular seria tratada como questão meramente creditória (**A reforma...**, p. 15).

⁶⁹ Cf. MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. **Função...**

⁷⁰ Cf. FRANCO, Vera Helena de Mello. **A função...**, p. 133-134.

realização dos princípios da justiça social, não forneceria parâmetros seguros para a compreensão dos limites de colisão entre a função social e a propriedade privada.

Alguns autores⁷¹ sustentam que, modernamente, a função social da empresa está fundada no conceito de eficiência econômica, devendo ela gerar lucros para se preservar no mercado, manter empregos e satisfazer seus credores, garantindo o bom funcionamento da economia. Mesmo assim, a eficiência econômica é mitigada pelo princípio da preservação da empresa, embora ambos se complementem e não se excluam.⁷² Desse modo, é possível notar que do interesse social na utilização dos meios de produção deriva o princípio da preservação da empresa.

Em verdade, preservar uma empresa em crise compreende objetivos que estão além da maximização do retorno aos seus credores. Há diversos interesses que gravitam ao redor dela e que devem ser considerados: a empresa serve, ao mesmo tempo, aos interesses do empresário e sócios em geral, como fonte de lucros sobre o dinheiro nela investido; aos credores, como garantia de venda de seus produtos e, por consequência, também ao lucro; e à sociedade, na medida em que gera empregos e tributos, além de produzir e distribuir bens e serviços, exercendo assim sua função social, que proporciona em sentido lato a própria tutela da dignidade da pessoa humana.⁷³ Trata-se, portanto, do viés institucionalista adotado pelo legislador, sintetizado na ideia de preservação da empresa.⁷⁴

Portanto, a empresa deve ser preservada sempre que se mostre economicamente viável, de acordo com elementos contidos no plano de recuperação apresentado e outros apresentados durante a recuperação judicial, devendo ser sopesados o valor da empresa em funcionamento (*going concern value*) e aquele obtido na eventual liquidação de seus bens, tarefa deveras complicada. Mesmo neste caso, a função social é realizada ao se favorecer a alienação ordenada dos ativos da empresa falida, incentivando seu aproveitamento produtivo por outro empresário.

⁷¹ Cf. ALMEIDA, Gustavo Milaré. Anotações sobre o princípio da função social da empresa na doutrina e na jurisprudência brasileira. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 153/154, jan./jul. 2010, p. 246-247.

⁷² Cf. PERIN JUNIOR, Ecio. **A dimensão...**, p. 170.

⁷³ Cf. PERIN JUNIOR, Ecio. **A dimensão...**, p. 168-169. Durante a elaboração da lei de falências norte-americana, foi dito que “[t]he purpose of a business reorganization case, unlike a liquidation case, is to restructure a business's finances so that it may continue to operate, provide its employees with jobs, pay its creditors and provide a return for its stockholders.” (Cf. MCCORMACK, Gerard. **Corporate...**, p. 400). Tradução nossa: “[a] finalidade de um processo de recuperação de empresas, diferentemente de um processo de liquidação, é reestruturar as finanças da empresa de modo que ela continue a operar, oferecer postos de trabalho, pagar seus credores e garantir um retorno aos acionistas.”

⁷⁴ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005** – Artigo por artigo. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 50.

Nesse sentido, o art. 47 da LRE contempla os objetivos, mediatos e imediatos, da recuperação judicial, principal inovação trazida na reforma do sistema falimentar brasileiro. Imediatamente, procura a lei, por meio da recuperação judicial, “viabilizar a superação da crise econômico-financeira do devedor”, pressuposto para o atingimento de seus objetivos mediatos. Estes, por sua vez, são concebidos no médio prazo, e compreendem a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.⁷⁵

O princípio da preservação da empresa aplica-se de maneira especial aos pequenos negócios, não só pela representatividade em termos absolutos dessas empresas no Brasil e pela quantidade de empregos que geram,⁷⁶ mas também por questões de conveniência e de ordem concorrencial.⁷⁷

É importante destacar que a função social propriedade, estritamente ligada ao princípio da preservação da empresa, não pode ser o único fundamento para a recuperação, mas deve apenas nortear o sistema, pois é imprescindível que a empresa seja capaz de gerar riquezas e sobreviver. Do contrário, sua manutenção em atividade violará a própria função social da propriedade empresária.⁷⁸ Algumas tentativas no sentido de salvar determinadas empresas a qualquer preço, mesmo aquelas ineficientes e obsoletas, podem

⁷⁵ Cf. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Recuperação judicial, a principal inovação da Lei de Recuperação de Empresas – LRE. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXV, n. 83, set. 2005, p. 102-103.

⁷⁶ Em 2010, as microempresas (MEs) e empresas de pequeno porte (EPPs) representavam 99% das empresas brasileiras, 51,6% dos empregos formais privados não agrícolas e quase 40% da massa de salários. Entre 2000 e 2010, em média, de cada R\$ 100 pagos aos trabalhadores no setor privado não agrícola, aproximadamente R\$ 41 foram gerados pelas empresas menores (cf. SEBRAE - Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Org.). **Anuário do trabalho na micro e pequena empresa: 2010-2011**. Elaboração da pesquisa, dos textos, tabelas e gráficos: Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos, 4. ed. Brasília: DIEESE, 2011, p. 21. Disponível em: <[http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/25BA39988A7410D78325795D003E8172/\\$File/NT00047276.pdf](http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/25BA39988A7410D78325795D003E8172/$File/NT00047276.pdf)>. Acesso em: 25 jan. 2012).

⁷⁷ Nos Estados Unidos, a preservação das empresas de menor porte tem como plano de fundo a preservação do chamado *American Way of Life*: “[s]aving jobs in small business enterprises, which are disappearing with alarming frequency, may be essential to the preservation of the American way of life. Competition and convenience disappear without them. We know this from common experience in the retail industry. When the small, local business disappears, consumers are left largely with the regional megastores. Less competition usually results in higher prices and poorer service.” (cf. HAINES, JR., James B.; HENDEL, Philip J. No Easy Answers: Small Business Bankruptcy After BAPCPA. **47 B.C.L. Rev.**, Dec. 2005, p. 92). Tradução nossa: “[s]alvar empregos em pequenas e médias empresas, que estão desaparecendo com frequência alarmante, pode ser essencial para a preservação do *American way of life*. Concorrência e comodidade desaparecem sem elas. Sabemos disso pela experiência comum na indústria de varejo. Quando a pequena empresa local desaparece, os consumidores são deixados em boa parte com as grandes lojas regionais. Menos concorrência geralmente resulta em preços mais altos e serviços piores.”

⁷⁸ Cf. GUIMARÃES, Márcio. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 385-386.

gerar custos sociais ainda maiores e desproporcionais em relação aos benefícios sociais alcançados.⁷⁹

Visto que a LRE abraçou o princípio da preservação da empresa, explicaremos como ocorreu essa mudança de paradigma em relação ao revogado Decreto-lei n. 7.661/45, que regia os procedimentos da concordata e da antiga falência até os atuais mecanismos legais de solução da crise empresarial. Mas antes, cumpre debater os objetivos que a lei falimentar em sentido lato deve perseguir, pois eles são outra premissa básica ao desenvolvimento de um mercado de financiamento das empresas em crise.

3.2 Os objetivos da lei falimentar

Alguns estudos⁸⁰ informam haver um crescente interesse na formação de sistemas falimentares sob a perspectiva de alocação de recursos, eficiência, estabilidade, igualdade e justiça. Para tanto, esses sistemas agregam diversas características com vistas ao equilíbrio entre diferentes objetivos, visando proteger os direitos dos credores e de outros interessados na empresa, assim como evitar a liquidação prematura de empresas viáveis e a imprudência na tomada de crédito, além da maximização do valor do negócio com o mínimo de custo e perda de seu valor em funcionamento.⁸¹

No bojo de debates havidos nos Estados Unidos, Douglas Baird⁸² identificou duas correntes doutrinárias calcadas em distintos axiomas relacionados aos objetivos da lei falimentar.

O primeiro grupo, denominado tradicionalistas, apoia-se na casuística e considera que a lei falimentar exerce um papel especial dentro do ordenamento, com objetivos substanciais de preservação da empresa e empregos, objetivos esses importantes e independentes.⁸³

⁷⁹ Cf. PERIN JUNIOR, Ecio. **A dimensão...**, p. 174.

⁸⁰ Cf. CLAESSENS, Stijn; KLAPPER, Leora F. **Bankruptcy...**, p. 2-3.

⁸¹ Dentre essas características estão o alerta automático quando a empresa precisa recorrer ao procedimento concursal; a indicação dos legitimados para ingressar com o pedido; a importância dada ao devedor, credores, administradores e demais interessados na elaboração do plano de recuperação; a capacidade de manutenção dos administradores; e a existência de um período de suspensão (cf. CLAESSENS, Stijn; KLAPPER, Leora F. **Bankruptcy...**, p. 3).

⁸² Cf. BAIRD, Douglas G. **Bankruptcy's...**, p. 573-599.

⁸³ Cf. BAIRD, Douglas G. **Bankruptcy's...**, p. 576.

O segundo grupo, chamado procedimentalistas, acredita que a lei falimentar deve ter em conta sua interação com o restante do ordenamento dentro de uma economia de mercado.⁸⁴

Para os tradicionalistas, o sistema falimentar deve viabilizar a recuperação de empresas que, sem ele, quebrariam. Não há uma preocupação com os efeitos da lei no comportamento dos agentes *ex ante* – por ser difícil identificá-los – mas sim com os direitos e necessidades das partes durante o procedimento concursal. Além disso, consideram que o papel do juiz deve ser flexível a ponto de permitir sua adaptação a cada caso concreto, conferindo-lhe discricionariedade suficiente para implementar as políticas sociais relevantes.⁸⁵

Por seu turno, os procedimentalistas entendem que a preservação da empresa não é um bem independente em si mesmo e o papel da lei concursal é assegurar que os interesses individualistas de credores e demais investidores de capital não causem a liquidação precipitada da empresa. Sob essa perspectiva, a lei não deve ser inclinada à falência ou recuperação, mas deve assegurar que os ativos sejam empregados em seu melhor uso e não permitir que uma empresa venha à falência simplesmente porque possui credores que não podem ser pagos no vencimento. Ademais, os procedimentalistas consideram a importância dos efeitos *ex ante* causados pela lei falimentar nas decisões de investimento, entendendo que o papel do juiz deve se limitar ao controle das inclinações e fraquezas das partes, permitindo que elas tomem suas próprias decisões.⁸⁶

Quanto à identificação do estado de crise, para os procedimentalistas, a lei concursal tem de resolver crises financeiras e não deve interferir para manter em atividade empresas em crise econômica, as quais são ineficientes e cuja eliminação é inerente a uma economia de mercado. Já os tradicionalistas não distinguem a crise econômica da financeira, propugnando que o papel da lei concursal é eliminar o rigor das forças de mercado e conferir uma segunda chance às empresas, dado que os custos para fechá-las são elevados e sua recuperação deve ser favorecida.⁸⁷

A perspectiva procedimentalista está calcada na ideia de eficiência, segundo a qual os objetivos *ex post* da lei falimentar devem ser: (a) maximizar o valor dos ativos da

⁸⁴ Cf. BAIRD, Douglas G. **Bankruptcy's...**, p. 576-577.

⁸⁵ Cf. BAIRD, Douglas G. **Bankruptcy's...**, p. 577-580.

⁸⁶ Cf. BAIRD, Douglas G. **Bankruptcy's...**, p. 576-580.

⁸⁷ Cf. BAIRD, Douglas G. **Bankruptcy's...**, p. 581-583. Para os tradicionalistas, o modelo clássico de empresa consiste na grande organização de capital fechado localizada numa pequena cidade, cuja quebra traria consequências desastrosas aos fornecedores, que perderiam seu principal cliente, aos trabalhadores, que ficariam desempregados, e à economia local, que restaria severamente prejudicada.

empresa, evitando sua dissipação durante a recuperação e, ao final, realocando-os ao seu maior valor de utilização, o que implica manter a empresa em atividade (*going concern*) somente se seu valor exceder os resultados que seriam obtidos em caso de falência e quando seus ativos forem aproveitados sob estruturas ótimas de capital e governança,⁸⁸ e (b) em caso de posterior insolvência, dividir eficientemente o valor total dos ativos entre todos os participantes, de acordo com a ordem de prioridade de cada um, pois, desse modo, os agentes serão induzidos a conceder financiamentos às empresas nos momentos anteriores à crise.⁸⁹ Contudo, a lei falimentar deve evitar situações em que há corridas desordenadas de credores, disciplinando formas coordenadas de reorganização ou liquidação da empresa e o modo de cumprimento de suas obrigações.⁹⁰

Nesse diapasão, Thomas H. Jackson⁹¹ identifica o chamado “dilema do prisioneiro” entre credores de uma empresa cujo valor em atividade é maior do que a liquidação fragmentada e individual de seus ativos. A corrida pelos ativos do devedor gera resultados subótimos pela venda ineficiente de seus bens, embora o credor que primeiro lograr êxito em suas medidas constritivas possa ser beneficiado em relação aos demais. Entretanto, ele sabe que um procedimento coletivo preserva o valor do negócio e aumenta o retorno para todos os credores, além de eliminar custos estratégicos e reduzir as incertezas do valor a ser recuperado. Assim, para resolver o “dilema do prisioneiro”, a lei deve prever um procedimento coletivo obrigatório, instaurado após a verificação do estado de insolvência.

Essas preocupações também impactam no comportamento dos agentes econômicos previamente ao início do procedimento concursal, na medida em que influenciam o custo e o volume do crédito disponível, bem como o fornecimento de mercadorias e serviços. Sob essa perspectiva *ex ante*, a lei deve ter em conta o incentivo ao mercado de crédito, o estímulo ao empreendedorismo responsável na condução das empresas e a inibição de

⁸⁸ Para atingir esse mister, Aloísio Araújo e Bruno Funchal entendem ser necessário minimizar os custos diretos e indiretos do processo, cuja duração deve ser a menor possível; ao final do processo, realocar os ativos da empresa em seu maior valor de uso; e escolher o procedimento adequado (recuperação judicial ou falência) (**A nova Lei...**, p. 233).

⁸⁹ Cf. BEBCHUK, Lucian Arye. Chapter 11. **Discussion Paper No. 227**, 1997, p. 2-3. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract_id=76648>. Acesso em: 01 out. 2009; e HART, Oliver. **Different...**, p. 4.

⁹⁰ Conforme esclarece Oliver Hart, em países como Inglaterra, Estados Unidos e no restante da Europa Ocidental, na ausência de uma lei falimentar, o credor possui duas principais vias legais à sua disposição: no caso de créditos garantidos, a respectiva garantia é executada. No caso dos créditos sem garantia, o credor recorre ao juiz para tentar executar alguns ativos do devedor. O problema surge quando há diversos credores e os ativos do devedor não são suficientes para saldar suas obrigações, o que faz com que cada credor tente ser o primeiro a recuperar seus créditos, gerando uma corrida que pode acarretar o desmantelamento dos ativos da empresa, com perda de valor aos credores (**Different...**, p. 2-3).

⁹¹ Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain. **91 Yale L.J.**, 1981-1982, p. 860-868.

concessões de crédito demasiadamente temerárias.⁹² Nessa óptica, quanto maior o retorno proporcionado aos credores de uma empresa em crise, menores as taxas de juros praticadas no mercado de crédito.⁹³

É sabido que procedimentos recuperacionais morosos e complexos prolongam o período necessário para que os credores recebam os valores que lhes são devidos e diminuem as chances disso acontecer, o que inevitavelmente encarece o crédito e reduz sua oferta.⁹⁴ Ademais, elevados níveis de proteção oferecidos ao devedor podem gerar situações de *moral hazard*, incentivando o inadimplemento e a tomada de risco excessivo.⁹⁵ Todavia, a lei falimentar não deve estabelecer uma proteção excessiva ao credor, pois pode haver aversão do devedor à tomada de crédito, bem como estímulo à sua concessão irresponsável, sem que sejam adequadamente avaliadas a capacidade de pagamento e a viabilidade do projeto financiado.⁹⁶

⁹² Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Cessão fiduciária de direitos de crédito e recuperação judicial de empresa. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, set. 2009, p. 35-36. Sobre os efeitos *ex ante* da lei falimentar no sentido de induzir condutas, analisados com enfoque nas garantias e taxas de juros, cf. PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito...**, p. 222-223.

⁹³ Cf. SCHWARTZ, Alan. A normative theory of business bankruptcy. **91 Va. L. Rev.**, Sept. 2005, p. 1220. Vale recordar que um dos princípios adotados na elaboração da LRE foi a redução do custo do crédito (cf. TEBET, Ramez. **Parecer nº 534...**, p. 30). Entretanto, estudos realizados sobre o tema não identificaram um impacto significativo da LRE nas taxas de juros médios cobradas. Porém, esse resultado pode ser explicado pela entrada de novas empresas no mercado, que se endividam a taxas maiores do que a média das empresas, eliminando eventuais efeitos de uma redução dos juros para aquelas que já estavam no mercado (cf. FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV. **Relatório Final...**, p. 57).

⁹⁴ A lei de falências russa de 1992 era vista como extremamente ineficiente por ser restrita demais em termos de escopo de aplicação e muito complicada em termos de procedimento. Somente poderia ser requerida a falência de uma empresa se o valor total de seus débitos excedesse o valor dos ativos apurados nas demonstrações financeiras e, desse modo, uma empresa poderia ser verdadeiramente incapaz de saldar todas as suas dívidas, mas não poderia ser levada à falência enquanto não fosse provado que o valor dos seus ativos era na verdade menor que seus débitos. Considerando ainda a falta de padrões de contabilidade, era muito fácil para o administrador manipular as demonstrações financeiras da empresa (cf. BIERMAN, Leonard; FEDOTOV, Yuri. **Bankruptcy in Russia**, 2002, p. 5. Disponível em: <http://www.gsom.spbu.ru/files/en/upload/research/cases/07_Bankruptcy_In_Russia.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2012). Conforme lembra Vassily V. Vitryansky, esse cenário permitia que empresas inviáveis continuassem suas atividades, arrastando também seus credores à insolvência, o que gerava um “efeito dominó” ao estimular o inadimplemento, afetando toda a economia russa (VITRYANSKY, Vassily V. Insolvency and Bankruptcy Law Reform in the Russian Federation. **McGill Law Journal**, v. 44, 1999, p. 413. Disponível em: <<http://lawjournal.mcgill.ca/documents/44.Vitryansky.pdf>>. Acesso em: 12 set. 2010).

⁹⁵ Nesse sentido, para Oliver Hart, a principal razão pela qual uma empresa contrai empréstimos ao invés de emitir ações no mercado é o compromisso de pagamento com seu fluxo de caixa futuro. Para que tal compromisso seja efetivo, deve haver alguma punição em caso de inadimplemento, a qual pode assumir várias formas e atingir desde acionistas a administradores, mas sem qualquer consequência adversa, haverá, segundo o autor, pouco incentivo para que o devedor pague suas dívidas (**Different...**, p. 4).

⁹⁶ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Cessão...**, p. 35-36. Conforme leciona Alexandre Uriel Ortega Duarte, “[...] se tivermos uma legislação falimentar totalmente favorável ao credor, isso incentivará a liquidação de empresas que, mediante uma reorganização de seus negócios, poderiam voltar a se tornar lucrativas. Um arcabouço legal, que privilegia em demasia a falência e aborta tentativas de reestruturação de empresas viáveis, gera uma perda econômica em termos de renda e empregos em favor do ganho individual dos credores. Além disso, um sistema legal de orientação excessivamente pró-credor tem impactos sobre as ações dos devedores. Prejudicam a qualidade da seleção, a priori, dos projetos financiados e o

Ao lado desses fatores, Rafael La Porta e Florencio Lopez-de-Silanes⁹⁷ asseveram que a lei falimentar deveria minimizar o grau de discricionariedade do juiz, evitando que este tome decisões negociais muitas vezes desprovido da qualificação ou incentivos necessários. Fora isso, argumentam que o aumento da discricionariedade do juiz pode facilitar a corrupção.

Em última análise, o objetivo a ser alcançado é a redução dos custos de transação, mediante a criação de procedimentos padronizados para resolver a inadimplência e o problema da ação coletiva que surge entre os credores, buscando harmonizá-los.⁹⁸

Contudo, para autores de visão tradicionalista,⁹⁹ os objetivos da lei falimentar não se resumem a uma análise meramente econômica, devendo ela se preocupar com a maneira pela qual o custo da crise empresarial será dividido entre os diferentes participantes, o que pode acontecer de acordo com determinados critérios, como capacidade para suportar os custos do inadimplemento, similitudes entre os credores, benefícios à massa, dentre outros. Essa preocupação não é meramente incidental, mas elemento presente no âmago do sistema concursal, voltando-se inclusive à proteção de agentes que sequer possuem vínculos creditícios com o devedor, lógica essa que pode ter um intrínseco caráter político ou resultar de influência de determinados grupos de interesse.¹⁰⁰

Sustentando posição mais radical, Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen¹⁰¹ afirmam que a lei falimentar deveria, em primeiro lugar, determinar o valor de se manter certos ativos dentro de uma empresa ou se eles deveriam ser vendidos no mercado, para aproveitamento total ou parcial por outro empresário. Todavia, entendem que os ativos que podem ser utilizados exclusivamente pela empresa em crise são raros e a grande parte deles pode ser reaproveitada em atividade. Logo, pune-se o empresário ineficiente e não a empresa em seu sentido objetivo.

monitoramento, a posteriori, além de dificultarem a divisão de risco ao incentivar os devedores a transferir renda dos estados da falência (dos quais não recebem absolutamente nada) para os estados pré-falimentares aceitando, por exemplo, taxas de juros mais elevadas ou se voltado para projetos de alto risco.” (Aspectos administrativos, econômicos e contábeis da Lei de Recuperação de Empresas e Falência. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 166).

⁹⁷ Creditor Protection and Bankruptcy Law Reform. In: CLAESSENS, Constantijn; DJANKOV, Simeon; MODY, Ashoka (edit.). **Resolution of financial distress: an international perspective on the design of bankruptcy laws**. Washington: The World Bank, 2001, p. 81.

⁹⁸ Cf. PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito**..., p. 223.

⁹⁹ Cf. WARREN, Elizabeth. Bankruptcy Policy. **54 U. Chi. L. Rev.**, Summer 1987, p. 776-796.

¹⁰⁰ Cf. WARREN, Elizabeth. Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World. **92 Mich. L. Rev.**, 1993-1994, p. 356.

¹⁰¹ The End of Bankruptcy, **55 Stan L. Rev.**, 2002-2003, p. 758.

Em posição contrária, Lynn M. LoPucky¹⁰² advoga que o valor de continuidade do negócio não reside em ativos específicos, mas em relações entre pessoas, ativos ou ambos. Grandes empresas empregam milhares de pessoas que mantêm milhões de relações com outras pessoas dentro e fora da entidade, incluindo credores, fornecedores, órgãos reguladores e assim por diante. Os empregados utilizam inúmeros bens da empresa, desde os mais simples aos mais complexos. Todas essas relações tiveram um custo para serem constituídas e somente com o tempo se aglutinam para o bom funcionamento da empresa. Essa harmonia configuraria o *going concern value* que a recuperação judicial busca preservar. Se a empresa for desmontada e outra construída em seu lugar, muitos desses custos deverão ser incorridos novamente.¹⁰³

Em apoio a essa tese, o Fundo Monetário Internacional¹⁰⁴ já percebeu que, na economia moderna, o grau de maximização do valor dos ativos na liquidação de uma empresa tem sido significativamente reduzido, em especial porque há diversas circunstâncias nas quais o valor da empresa está calcado muito mais no *know-how* de seus empregados e na sua capacidade de produzir riquezas (*goodwill*) do que no valor de seus bens materiais, de sorte que preservar os recursos humanos da empresa e as relações dela com seus clientes pode ser essencial para os credores que pretendam maximizar o retorno de seus créditos.

Noutra oportunidade, Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen¹⁰⁵ reafirmam sua tese, defendendo que pequenas empresas em crise, em especial, possuem pouco valor em funcionamento e a melhor opção para preservar a riqueza existente é a venda dos ativos para utilização por outro empresário, em dissonância com o tradicional processo de recuperação de empresas pela via negocial. Assim, a venda de ativos de empresas em recuperação, para os autores, não é mais o último recurso, mas uma opção a ser exercida pelos credores, se conveniente for. Ademais, a venda de ativos preserva o valor de continuidade do negócio, na medida em que enfraquece a dicotomia falência/recuperação quanto à solução a ser adotada. Também, para eles, a venda de divisões ou unidades

¹⁰² The Nature of The Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's the End of Bankruptcy. **56 Stan. L. Rev.**, 2003-2004, p. 652.

¹⁰³ Posteriormente, Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen esclarecem que o valor da empresa em continuidade a ser preservado está relacionado às sinergias obtidas na manutenção dos ativos sob uma propriedade comum e que o custo para construir novas relações e interações seria relativamente barato (Chapter 11 at Twilight. **56 Stan. L. Rev.**, 2003-2004, p. 681-682/690).

¹⁰⁴ INTERNATIONAL MONETARY FUND. Legal Department. **Orderly & Effective Insolvency Procedures: Key Issues.** 1999. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/index.htm>. Acesso em: 29 jun. 2011.

¹⁰⁵ **Chapter 11...**, p. 688.

discretas é feita com vistas à maximização de seu valor e como uma forma de preservar a empresa em funcionamento, porém nas mãos de outra pessoa.¹⁰⁶ No entanto, se a crise empresarial ocorrer no contexto de uma recessão geral das indústrias ou de determinado setor, seus concorrentes, que normalmente são os mais prováveis adquirentes dos ativos, podem não estar aptos a participar da liquidação da empresa.¹⁰⁷

No Brasil, muitos empresários são relutantes em abrir mão dos ativos da empresa e preferem sustentar planos de recuperação que se mostram inviáveis ao longo do tempo. Ainda assim, os credores costumam aprovar aditamentos às obrigações inicialmente assumidas, diante da falta de expectativas de uma falência mais rentável.¹⁰⁸

Por outro lado, questiona-se se a preservação dos empregos, bem como os demais objetivos das leis concursais, deveriam ser metas independentes da recuperação da empresa em crise ou meros benefícios incidentais advindos do procedimento recuperacional e da preservação do negócio. Enquanto alguns¹⁰⁹ defendem que a lei falimentar deve ser elaborada com vistas à salvação de empregos e empresas para o benefício de todos os interessados – e não apenas dos credores – outros¹¹⁰ advogam que somente os interesses legalmente exigíveis deveriam ser objeto de preocupação do legislador, pautando-se por um sistema de barganhas entre os credores.

Lorenzo Stanghellini¹¹¹ propugna que, muitas vezes, há um falso problema relativo ao interesse a ser tutelado nas situações em que a empresa possui um *going concern value* – ou, na expressão utilizada pelo autor por aproximação a esta última, um *valore di avviamento* –, de modo que todos os interesses envolvidos serão satisfeitos pela manutenção da atividade. Noutro cenário, quando os diversos interesses envolvidos não puderem ser simultaneamente perseguidos, de modo que algum ou alguns deles sejam sacrificados em prol da preservação da empresa, a questão sobre qual o interesse a ser tutelado ou sacrificado assume um caráter político e, por isso, deve, a princípio, ser objeto

¹⁰⁶ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **Chapter 11**..., p. 691-692.

¹⁰⁷ Cf. SKEEL JR., David A. **An Evolutionary**..., p. 1340-1341.

¹⁰⁸ Afirma-se que, no Brasil, de 30% a 40% dos planos de recuperação judicial apresentados não são cumpridos e têm de ser renegociados (cf. FACCHINI, Claudia. Cerca de 40% dos planos de recuperação judicial emperram. **Portal iG**, São Paulo, 01 fev. 2011. Disponível em: <<http://economia.ig.com.br/empresas/cerca+de+40+dos+planos+de+recuperacao+judicial+emperram/n1237969832291.html>>. Acesso em: 02 fev. 2011).

¹⁰⁹ Cf. WARREN, Elizabeth. **Bankruptcy Policy**..., p. 787-788. Dentre os interessados, a autora inclui empregados mais antigos que teriam dificuldades para se recolocar no mercado de trabalho, clientes que teriam que recorrer a fornecedores de produtos e serviços menos atrativos, fornecedores que perderiam seu cliente tradicional, proprietários de imóveis adjacentes que poderiam ser desvalorizados com a quebra da empresa e a queda na arrecadação de estados e municípios.

¹¹⁰ Cf. MOKAL, Rizwaan Jameel. The Authentic Consent Model: contractarianism, Creditors' Bargain, and corporate liquidation. **21 Legal Stud.**, 2001, p. 400-443.

¹¹¹ **Le crisi**..., p. 69-113.

de lei e não de decisão judicial. Todavia, o jurista defende que, como a lei atribui ao fornecedor do capital de risco, ou seja, os sócios, a decisão pela continuidade do negócio ou seu encerramento total ou parcial, não se pode, em nome do “interesse geral”, impor a continuidade da empresa aos credores que não aceitaram seu risco, sob pena de tratamento desigual em relação aos sócios, pelo que a tutela do crédito deveria ser considerada o principal cânone interpretativo da disciplina de insolvência, notando-se, por fim, que a preservação de empresas que destroem riquezas é danosa não apenas a suas concorrentes, mas ao sistema econômico em sua completude. Nesse mister, o sistema concursal deveria reduzir as perdas ocasionadas pela crise, o que implica a necessidade de maximização do valor do patrimônio do devedor, revelando o autor italiano um viés eminentemente procedimentalista.

Para Alan Schwartz,¹¹² a lei concursal não deve visar diretamente a preservação de empregos ou ajudar comunidades locais. Em caso de quebra da empresa, o capital humano em geral pode ser reempregado em outro lugar, enquanto o capital humano específico daquela atividade pode ser redistribuído de duas maneiras: (a) pela cobrança de impostos *ex ante* das empresas, destinados a programas que facilitam a transição de empregos; e (b) pela melhoria dos programas sociais de seguro-desemprego e apresentação de oportunidades de trabalho, mediante a promoção de treinamento para reciclagem profissional do trabalhador. Quanto às comunidades locais, em economias descentralizadas, é comum que empresas fechem ou transfiram suas plantas para outros lugares. Para mitigar esses problemas, devem ser criados programas sociais que também seriam adequados a situações de falência da empresa. Por outro lado, as localidades atingidas podem usar incentivos fiscais ou criar zonas industriais para atrair novas empresas que gerem externalidades positivas.

Em contraposição, organismos como o Fundo Monetário Internacional¹¹³ já reconheceram que a eficiência não é o único objetivo a ser perseguido pela lei falimentar. O legislador de cada país deveria levar em consideração outros fatores na elaboração de um sistema falimentar, como a proteção aos trabalhadores das empresas em crise,

¹¹² **A normative...**, p. 1263-1265.

¹¹³ Conforme esclarece aquele órgão, a eficiência econômica não é o único elemento a ser considerado ao se elaborar uma lei falimentar. Há também fatores políticos e sociais abrangidos pela existência de um procedimento recuperacional, particularmente a proteção dos trabalhadores da empresa problemática. Essas considerações explicam por que o formato da lei falimentar varia de um país para outro e, quando os países avaliam e reformam suas leis falimentares, a principal questão que se coloca é como atingir um equilíbrio entre os diversos interesses sociais, políticos e econômicos que induzirão os agentes da economia a participar no sistema (INTERNATIONAL MONETARY FUND. Legal Department. **Orderly...**).

promovendo a conciliação dos interesses políticos, econômicos e sociais que circundam a empresa.

Por fim, vale notar que a lei falimentar deve ter em conta sua atuação em mercados imperfeitos, caracterizados por custos de transação substanciais, assimetrias de informação e ambiguidades quanto aos direitos das partes, permitindo-se desenvolver mecanismos para mitigar esses problemas.¹¹⁴

Em linhas gerais, no Brasil, os objetivos abraçados pela LRE consistem em evitar a destruição de riquezas para a sociedade, que se daria pela eliminação do valor intangível obtido pela reunião dos bens da empresa,¹¹⁵ embora a lei brasileira tenha consagrado também outros objetivos, visando a proteção de diversas partes afetadas e, sobretudo, a preservação da empresa, tal como insculpido em seu art. 47.

3.2.1 A empresa viável

Na subseção anterior, algumas vezes fizemos referência à viabilidade da empresa. Para que a lei falimentar atinja seus objetivos, em particular sob o prisma da eficiência econômica, é imperativo distinguir as empresas viáveis, merecedoras do socorro proporcionado pela lei, das empresas inviáveis, cuja solução mais adequada é a liquidação dos ativos com o máximo de retorno possível aos credores.

Segundo explicam Aloísio Araújo e Bruno Funchal,¹¹⁶ existem dois tipos de empresas com dificuldades: as economicamente eficientes, cujos ativos terão seu maior retorno na manutenção das atividades, e as economicamente ineficientes, cujo valor dos ativos é maior em uma atividade diferente daquela na qual são empregados. Para as primeiras, o procedimento que deveria ser escolhido é a recuperação, com a manutenção das operações e renegociação das dívidas com os credores. Para as últimas, o procedimento adequado seria a falência, com a transferência dos bens para atividades que gerem maior valor de uso.

¹¹⁴ Cf. WARREN, Elizabeth. **Bankruptcy Policymaking...**, p. 379.

¹¹⁵ Cf. GOLDBERG, Daniel. Notas sobre a nova lei de recuperação de empresas e sua racionalidade econômica. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, v. 30, out./dez. 2005, p. 100.

¹¹⁶ **A nova Lei...**, p. 233-234.

Os autores ressaltam a dificuldade de se distinguir empresas economicamente eficientes das ineficientes, pois essa classificação depende de variáveis que não são observáveis de pronto, como o ganho obtido com a utilização dos ativos da empresa de forma diferente.¹¹⁷ Por vezes, essa dificuldade conduz à escolha do procedimento incorreto, tanto pelo devedor que ingressa com o pedido de recuperação ou falência, quanto pelos credores que aprovam planos de empresas inviáveis.¹¹⁸

O ganho na continuidade do negócio pode resultar das vantagens informacionais dos atuais administradores ou dos custos irrecuperáveis da organização estratégica dos ativos em blocos. Entretanto, esse ganho deve ser suficiente para comportar custos administrativos, negociais e legais do procedimento de recuperação da empresa em crise.¹¹⁹

Sob essa perspectiva, empresas viáveis são empresas eficientes economicamente e que, por isso, devem ser preservadas.

Determinados autores¹²⁰ relacionam a viabilidade da empresa com a crise financeira, tornando-a merecedora de uma reestruturação pela venda de ativos ou renegociação de débitos. Por outro lado, se uma empresa estiver em crise econômica, isso significa que ela não é viável. Alan Schwartz¹²¹ ensina que essa ideia já era defendida pelas primeiras teorias concursais formais modernas. Assim, o bem-estar social seria maximizado quando empresas em crise econômica fossem liquidadas e empresas em crise financeira mantivessem suas atividades. Para esses teóricos, o mercado se encarregaria de decidir pela continuidade ou não da empresa, por meio de sua liquidação unitária ou fragmentada em leilões, repartindo-se o produto entre os credores de acordo com a ordem de prioridade de cada um.

¹¹⁷ Cf. ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. **A nova Lei...**, p. 234.

¹¹⁸ Aloísio Araújo e Bruno Funchal ressaltam ainda que “[a]pesar de a antiga Lei de Falências brasileira ter ambos os procedimentos, havia um desejo por parte dos administradores em evitar a liquidação [...]. Note-se que, apesar da ‘boa intenção’ em manter firmas abertas, essa atitude seria de extrema ineficiência, dando sobrevida a firmas economicamente inviáveis e inibindo a melhor alocação dos ativos da firma. Além disso, essa medida não maximizaria o retorno da firma em bancarrota, produzindo efeitos negativos sobre o custo do capital. Porém, [...] [o] arcaico desenho do procedimento falimentar não provia bons mecanismos para apoiar a reestruturação corporativa de forma saudável e efetiva [...]. Esse desbalanceamento colaborava para uma eficiência alocativa pior quanto para um menor retorno dos estados de insolvência e, conseqüentemente, para um maior custo do capital.” (**A nova Lei...**, p. 235).

¹¹⁹ Cf. MCCORMACK, Gerard. **Corporate...**, p. 399.

¹²⁰ Cf. SKEEL, JR., David A. The past, present and future of debtor-in-possession financing. **25 Cardozo Law Review**, 2004, p. 1924 (nota).

¹²¹ **A normative...**, p. 1200-1201.

Alguns autores brasileiros¹²² estabelecem, ainda, a distinção entre crise econômica passageira e crise econômica insolúvel, para indicar a solução aplicável. Pressupondo que a crise financeira acompanha ambas as situações, reconhecem que, no primeiro caso, a empresa é recuperável, enquanto no segundo a empresa não é capaz de manter um “giro empresarial lucrativo”, devendo ir à falência.

A lei deve preservar o negócio da empresa e não a empresa como uma “concha vazia”.¹²³ Se um negócio não é mais viável, a melhor solução é liquidá-lo. Ademais, preservar empresas fadadas ao insucesso ou prover meios para que elas se mantenham ativas traz poucos benefícios para a indústria na qual atuam. Ao contrário, isso pode prejudicar outras empresas que são forçadas a competir com uma empresa reestruturada e com dívidas reduzidas, mas que é, em última análise, ineficiente.¹²⁴

Forçar credores a manter seus recursos em empresas inviáveis impede que eles façam um uso mais produtivo desses ativos em empresas mais eficientes, o que também pode reduzir os incentivos para a realização de investimentos iniciais.¹²⁵

O Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP) já se manifestou pelo afastamento do mercado de empresas inviáveis, seja por problemas da própria atividade que exercem, seja por ineficiência da respectiva administração.¹²⁶

¹²² Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência** – Lei 11.101/05, Comentada artigo por artigo. 7. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 186-187.

¹²³ Durante os debates acerca da reforma da lei falimentar do Reino Unido em 1986, ficou clara a inutilidade de se preservar uma empresa que não tem nada, não produz nada e não tem nenhum outro propósito senão a inutilidade (“*has nothing, does nothing and has no purpose that is of no use*”) (cf. MCCORMACK, Gerard. **Corporate...**, p. 405-406).

¹²⁴ Cf. MCCORMACK, Gerard. **Corporate...**, p. 397-398.

¹²⁵ Cf. MCCORMACK, Gerard. **Corporate...**, p. 398. O autor anota que, com a reforma de 2005 do *Chapter 11* da lei falimentar norte-americana, consubstanciada no *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act 2005*, o legislador forneceu mecanismos para a oportuna identificação e eliminação de casos de recuperação judicial de pequenas empresas para as quais não há razoável probabilidade de recuperação ou, em outras palavras, procurou evitar processos de recuperação natimortos, com medidas como imposição de prazos para apresentação e confirmação do plano, exigência de apresentação de relatórios financeiros adicionais e expansão do papel do *U.S. Trustee*, visando aumentar a eficiência do processo e reduzir custos (**Corporate...**, p. 417-419). Ainda nesse contexto, noticia-se que a reforma trouxe outras obrigações substanciais e previu potenciais responsabilizações para advogados, além de limitar o poder de discricionariedade do juiz, o que levou muitos a pensar que boa parte do sistema concursal norte-americano estaria condenado (cf. SKEEL, JR. David A. **Bankruptcy Phobia...**, p. 341-342).

¹²⁶ TJSP. AI 600.726-4/2-00. Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais (CEFRJ). Relator: Des. Pereira Calças. j. 05 maio 2009. DJ 25 maio 2009; e TJSP. AI 512.560-4/8-00. CEFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 19 dez. 2007. DJ 21 dez. 2007, cuja ementa é a seguinte: “[...] O princípio da preservação da empresa deve ser aplicado em harmonia com o postulado que determina a retirada do mercado das empresas que se mostrarem economicamente inviáveis de recuperação. Inteligência do artigo 47 da Lei nº 11.101/2005. Agravo desprovido, para manter a convolação da concordata preventiva em falência, remetidos os autos à Vara Especializada da Capital paulista.” O julgado está em consonância com o Parecer n. 534/2004, já referido, que adotou como um dos princípios na análise do projeto de lei falimentar do Brasil a retirada do mercado de sociedades ou empresários não recuperáveis.

No entanto, o problema maior é estabelecer critérios objetivos para a aferição da viabilidade das empresas. Deborah Kirschbaum¹²⁷ atribui isso a dois fatores: dificuldade de estabelecer uma única metodologia de avaliação e a tensão existente entre o objetivo de recuperar empresas viáveis e a função distributiva que o direito deve desempenhar para proteger e incentivar o crédito e as relações de trabalho, o que se relaciona com os diversos interesses envolvidos e os distintos tratamentos conferidos pela LRE a cada um deles, com o estabelecimento de níveis hierárquicos de preferência no pagamento em caso de falência, o que inevitavelmente gera conflitos entre as classes de credores.

Mark J. Roe¹²⁸ explica que a palavra viabilidade, no contexto de recuperações de empresas, pode ter pelo menos dois significados: (a) que o plano é viável, isso é, os credores receberão o que lhes foi prometido naquele documento, mesmo que a empresa não tenha perspectivas de continuar em funcionamento;¹²⁹ e (b) que a empresa é viável, ou pelo menos tão viável quanto é possível, caso o plano surta efeitos. Ambos não são excludentes e podem acontecer simultaneamente, mas alguns planos viáveis não farão com que a empresa seja viável.

Lucien Arye Bebchuk,¹³⁰ tratando da lei concursal norte-americana, ressalta a dificuldade de se estimar o valor da empresa recuperada, problema esse que não existiria na falência, já que todos os valores obtidos com a venda dos ativos são distribuídos entre os credores respeitando-se a ordem de prioridade de cada um. Na recuperação, haveria uma venda fictícia dos ativos da empresa para se comparar qual o resultado mais eficiente: recuperação ou liquidação.

Cumprido notar que o art. 143 do Decreto-lei n. 7.661/45 arrolava entre os fundamentos dos embargos à concordata o “sacrifício dos credores maior do que a liquidação na falência ou impossibilidade evidente de ser cumprida a concordata, atendendo-se, em qualquer dos casos, entre outros elementos, à proporção entre o valor do ativo e a percentagem oferecida”. Todavia, permanece a dificuldade de se mensurar qual o cenário mais favorável, em especial porque não existe, no Brasil, um mercado de ativos de empresas falidas e o processo de liquidatório frequentemente acarreta perda de valor dos ativos, em especial quando as operações são paralisadas.

¹²⁷ **A Recuperação...**, p. 20-21.

¹²⁸ Bankruptcy and debt: a new model for corporate reorganization. **83 Colum. L. Rev.**, Apr. 1983, p. 534-535.

¹²⁹ Para o autor, a viabilidade do plano estaria satisfeita se a empresa, mesmo enfraquecida, pague juros semestrais, custos fixos e o vencimento do principal de suas dívidas, mesmo que a saída de recursos seja tal que não permita a continuidade do negócio. (**Bankruptcy and debt...**, p. 535).

¹³⁰ **Chapter 11...**, p. 3.

O problema da avaliação da empresa estaria, em tese, solucionado pela lei ao se criar um processo de barganha entre devedor e credores, consubstanciado na deliberação acerca do plano de recuperação pela assembleia geral de credores.¹³¹ Tal como a lei norte-americana, a LRE diz como será a divisão de classes, o procedimento de votação e o quorum exigido para aprovação. Entretanto, procedimentos de barganha como o adotado pela lei brasileira são criticados pela doutrina estrangeira sob o argumento de que o valor da empresa recuperanda é dissipado durante o processo e o resultado final pode não maximizar o valor dos ativos.¹³² Quanto a este último aspecto, o processo pode ser induzido para que se mantenham as atividades da empresa mesmo quando o resultado mais eficiente seria a falência, ou então o plano pode ser aprovado de modo que a empresa permaneça excessivamente endividada, requerendo nova reestruturação financeira no curto e médio prazo.

A LRE estatui que o plano de recuperação judicial deve demonstrar a viabilidade econômica da empresa.¹³³ Segundo Rachel Sztajn,¹³⁴ viável é algo duradouro e que pode ser executado, demandando, no caso em tela, demonstração matemática de que a implementação das medidas propostas no plano resultará no soerguimento da empresa.

Por sua vez, Fábio Ulhoa Coelho¹³⁵ propugna que o exame da viabilidade deve ser feito em função determinados vetores, tais como importância social, mão de obra e tecnologia empregadas, volume do ativo e passivo, tempo de empresa e porte econômico. O comercialista entende que a viabilidade da empresa não é questão meramente técnica, aferida apenas com base em critérios econômicos, mas é preciso que se tenha em mente a importância da recuperação daquela empresa para a economia local, regional ou nacional, ou seja, os ônus da recuperação judicial que a sociedade suportar têm de ser compensáveis.¹³⁶

¹³¹ Cf. BEBCHUK, Lucian Arye. **Chapter 11**..., p. 4.

¹³² Cf. BEBCHUK, Lucian Arye. **Chapter 11**..., p. 4-6. O autor relaciona a dissipação de valor à duração do processo recuperacional, o que gera custos à empresa, dentre os quais estão custos administrativos, honorários pagos a advogados, contadores e outros profissionais envolvidos, e que, nos Estados Unidos, podem atingir cifras milionárias no caso de empresas de capital aberto. Haveria também custos indiretos, relacionados a decisões viciadas dos administradores e à majoração do risco de falência, tornando os parceiros comerciais da recuperanda mais relutantes ou rigorosos nas negociações.

¹³³ Art. 53, inciso II, LRE.

¹³⁴ In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 266-267.

¹³⁵ **Comentários**..., p. 188-189.

¹³⁶ Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários**..., p. 188.

Stuart Slatter e David Lovett¹³⁷ arrolam algumas características que indicam a inviabilidade da empresa mesmo no curto prazo, de modo que, economicamente, não valeria a pena recuperá-la. São elas: (a) declínio na atividade principal devido à concorrência com empresas mais eficientes; (b) existência unicamente de ativos indivisíveis que não podem ser desmembrados para gerar caixa; (c) elevados custos fixos desproporcionais em relação ao produto da atividade da empresa; (d) súbito declínio da demanda de mercado (*e.g.*, 30% ou mais em um ano); (e) perda da habilitação para operar, com poucas chances de imediata renovação; e (f) perda de confiança pelos clientes.

O grande problema do ponto de vista do financiador das empresas em crise está na aferição da viabilidade da recuperação. Na LRE, o plano não é imediatamente apresentado e o financiador deve se basear apenas em eventuais indícios de viabilidade. Um deles é a lucratividade da empresa, medida quantitativamente pelos resultados financeiros apresentados periodicamente nos primeiros estágios do processo.¹³⁸

A viabilidade de um plano de recuperação judicial pode estar condicionada à obtenção de novos créditos. Mas a situação deve ser analisada com o devido cuidado, pois se a condição da empresa é tal que não lhe permite recuperação, é melhor que ela seja liquidada o quanto antes, e, nesse caso, a concessão de novos recursos poderia apenas postergar uma falência inevitável, acarretando perda ainda maior no valor dos ativos da empresa e prejuízo aos demais credores.¹³⁹

Ainda, segundo outros autores,¹⁴⁰ a determinação de viabilidade da empresa pode ser obstaculizada pelo conflito de interesses entre os diversos credores, materializado principalmente nas deliberações acerca do plano de recuperação judicial.

O grande problema da demonstração da viabilidade econômica da empresa, tal como proposto pela LRE, é o mesmo identificado para as agências de classificação de crédito. Na lição de Francisco Satiro de Souza Junior,¹⁴¹ quem escolhe os serviços, paga

¹³⁷ **Como recuperar...**, p. 112-113. Para os autores, algumas empresas são capazes de sobreviver por um curto período de tempo (três a cinco anos), mas possuem significativa e insuperável desvantagem competitiva e acabam quebrando.

¹³⁸ Cf. CARAPETO, Maria. **Debtor-in-possession financing: Size does matter**. PhD Programme, London Business School, Nov. 1998, p. 5. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.22.4904>>. Acesso em: 17 mar. 2011.

¹³⁹ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1926-1927.

¹⁴⁰ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 29.

¹⁴¹ Agências de Classificação de Créditos e seu Papel de Gatekeepers. In: von ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 386-387. O Professor Francisco Satiro lembra que, após a crise dos créditos *sub-prime* que colocou em xeque o papel das agências de classificação de crédito nos Estados Unidos, tentou-se, no Congresso norte-americano, implementar modificações importantes, reunidas no *Dodd-Frank Act*. Assevera o professor que “[d]urante a tramitação do projeto chegou-se a cogitar de eliminar o centro do dilema do

por eles e fornece todas as informações que embasarão a demonstração de viabilidade e o laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens é o próprio devedor, o que inevitavelmente acarreta flagrante conflito de interesses, pois, a rigor, não se contrata alguém para atestar a inviabilidade do próprio negócio.

conflito de interesses da atuação das agências de classificação: o chamado *issuers pay* – ou seja, o fato de que o avaliado, ou algum ente a ele ligado, é aquele que escolhe a agência que o avaliará e paga os custos de avaliação. Pretendia-se que a agência de classificação fosse escolhida por um ente público, atribuindo-se ao emissor duas alternativas: (i) ou abrir mão da avaliação e, por consequência, dos mercados que demandam classificação; ou (ii) contratar, também por sua própria conta, outra empresa de classificação, que faria uma análise paralela, oferecendo critérios de comparação aos investidores. A proposta, conhecida como *Franken Amendment*, acabou sendo rejeitada.”

4 MECANISMOS LEGAIS PARA O TRATAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE NO BRASIL

O Brasil conta basicamente com três soluções legais para as empresas em crise: recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência. Analisemos cada uma delas, não sem antes uma breve retomada do panorama legislativo imediatamente precedente, consubstanciado nas normas do Decreto-lei n. 7.661/45.

4.1 A mudança de paradigma no tratamento das empresas em crise

O Decreto-lei n. 7.661/45, elaborado no contexto de um país predominantemente agrícola e pouco urbanizado, possuía limitações no que tange à solução de problemas transitórios e superáveis das empresas.¹⁴² Numa análise sistemática, observa-se que tal diploma privilegiava, em tese, o interesse dos credores e não se voltava à manutenção da empresa como unidade produtora e geradora de empregos, bens e serviços.¹⁴³ Todavia, na prática, notou-se que a antiga lei de falências era incapaz de proteger não só a atividade da empresa concordatária ou falida, mas também seus credores, servindo na maioria das vezes ao empresário oportunista e desonesto,¹⁴⁴ que se aproveitava da ineficiência e morosidade do processo.¹⁴⁵

¹⁴² Cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005** – Artigo por artigo. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 59.

¹⁴³ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 132.

¹⁴⁴ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 49. Aloísio Araújo e Bruno Funchal frisam que a prioridade ilimitada dada às dívidas trabalhistas pela antiga lei abria espaço para fraudes por parte dos administradores ou sócios da empresa, que criavam cargos bem remunerados para parentes ou amigos, a fim de receber créditos em detrimento dos verdadeiros credores (**A nova Lei...**, p. 218).

¹⁴⁵ Em 2004, ainda na vigência da antiga lei de falências brasileira, o relatório *Doing Business*, do Banco Mundial, apontava enormes disparidades entre processos concursais de diversos países no tocante à eficiência e uso. Enquanto em países como Canadá, Irlanda, Japão, Noruega e Singapura os processos concursais duravam em média menos de um ano, no Brasil e na Índia se prolongavam por mais de uma década (**Doing Business in 2004: Understanding Regulation**. Washington, D.C.: The World Bank; Oxford University Press, 2004, p. 71. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/~media/FPDKM/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB04-FullReport.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2012).

Fábio Konder Comparato,¹⁴⁶ ao tratar do sistema concursal anterior, aponta a existência de um movimento pendular pelo qual o legislador ora protegia o credor, ora o devedor, conforme os interesses políticos e a conjuntura econômica dominantes, o que foi refletido nas diversas alterações pelas quais passou o Decreto-lei n. 7.661/45. O jurista critica esse movimento, que se revelava incapaz de prover soluções economicamente harmoniosas e de abranger a multiplicidade de interesses que circundam a empresa.¹⁴⁷

Embora previsse procedimentos destinados à liquidação e, de certa forma, à reorganização da empresa, a lei anterior mostrou-se inoperante e falha na maximização do valor dos ativos, na proteção dos direitos dos credores na falência e na recuperação de empresas em dificuldade, mas economicamente viáveis, porquanto a concordata apenas dilatava o prazo de pagamento de dívidas quirografárias, excluídos os credores com garantia real.¹⁴⁸

Pari passu, conforme explanado, veio se consolidando a ideia de que a empresa exerce uma função social, refletida na Constituição Federal e na Lei das Sociedades por Ações (LSA),¹⁴⁹ de sorte que a empresa não mais podia se nortear unicamente pela busca do lucro e do atendimento aos interesses egoísticos de seus sócios, devendo observar também os direitos dos consumidores, a livre concorrência e a preservação do meio ambiente,¹⁵⁰ isso sem falar dos interesses de seus trabalhadores e da comunidade onde está inserida.

Nesse sentido, a LRE mudou o paradigma outrora em vigor, priorizando o interesse social envolvido na manutenção das atividades da empresa, de modo que seu art. 47 estampa verdadeira declaração de princípios¹⁵¹ ao arrolar entre os objetivos da recuperação judicial a “manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.”¹⁵² Abandona-se, portanto, ao menos do ponto de vista legal, a conflituosa dicotomia envolvendo devedor e credores que marcava o regime

¹⁴⁶ **Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa**. São Paulo: RT, 197, p. 98.

¹⁴⁷ **Aspectos...**, p. 102.

¹⁴⁸ Cf. ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. **A nova Lei...**, p. 216.

¹⁴⁹ Art. 116, LSA: “[...] parágrafo único: O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

¹⁵⁰ Cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Comentários...**, p. 72-73.

¹⁵¹ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 51.

¹⁵² Vera Helena de Mello Franco e Rachel Sztajn entendem que, *mutatis mutandis*, essas finalidades também existiam na concordata, embora não expressas no Decreto-lei n. 7.661/45, pois o saneamento da crise e a preservação da empresa eram consequências naturais de seu deferimento (**Falência e Recuperação de Empresas em Crise**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 214-215).

anterior, passando-se a consagrar a preservação do negócio, com expresse reconhecimento da diretriz a ser seguida pelo intérprete da norma e pelo operador do direito, a saber, a função social da empresa.¹⁵³

De um mero “favor legal” que o Estado, por meio do Poder Judiciário, conferia ao devedor comerciante, uma vez presentes os requisitos previstos na lei anterior, passou-se a um sistema que pressupõe a participação direta dos credores mediante aprovação de um plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor.¹⁵⁴ Na LRE, percebe-se que o tratamento conferido à recuperação de empresas procura contemplar a multiplicidade de interesses existente: do devedor e seus coobrigados, dos trabalhadores, do fisco, dos sócios ou acionistas minoritários e mesmo do chamado “capital financeiro”,¹⁵⁵ dentre muitos outros.

Para tanto, conforme defende Jorge Lobo,¹⁵⁶ a recuperação judicial tem seu fundamento na ética da solidariedade, subordinando lógica do mercado na medida em que sobrepõe à maximização dos lucros a função social de manter postos de trabalho e garantir o recebimento dos créditos, que são o combustível da atividade econômica e do progresso social. Segundo o jurista, para atender de maneira equitativa aos múltiplos interesses envolvidos, deve-se fomentar a cooperação, a conciliação, a realização de fins comuns e as soluções que causem menos sacrifício a todos, com vista ao salvamento da empresa em crise que se mostre economicamente viável. Sob essa perspectiva, a empresa perde seu caráter eminentemente privatista e assume um caráter institucional, condicionada a fatores externos.¹⁵⁷ Trata-se de tarefa difícil, na medida em que a diversidade de interesses envolvidos, inclusive entre os próprios credores, pode dificultar, dependendo do caso

¹⁵³ Cf. EIZIRIK, Nelson. Interpretação dos Arts. 60 e 145 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência. In: von ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 637.

¹⁵⁴ Cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Comentários...**, p. 84. Alexandre Uriel Ortega Duarte ressalta que “[u]m dos principais problemas da concordata era o fato de ela ser solicitada pelo devedor e deferida pelo Juiz, sem nenhuma consulta aos credores. A ausência de meios de participação dos credores no processo impedia a criação de um ambiente de cooperação entre as partes. Sem nenhum mecanismo de coordenação formal, com regras claras e previamente definidas, estimulava-se cada credor a agir isoladamente para maximizar seus interesses, o que acabava abortando quaisquer perspectivas de soerguimento da empresa.” (**Aspectos...**, p. 183)

¹⁵⁵ Assim denominado por Manoel Justino Bezerra Filho (**Lei de Recuperação...**, p. 52-54).

¹⁵⁶ **Comentários à Lei...**, p. 179.

¹⁵⁷ Cf. LAZZARINI, Alexandre Alves. A recuperação judicial de empresas: alguns problemas na sua execução. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 36, abr./jun. 2007, p. 101.

concreto, a negociação de um plano que congregue de modo eficiente todas as pretensões envolvidas.¹⁵⁸

Umas das justificativas para a criação da LRE foi aumentar a eficiência econômica, o que, segundo Daniel Goldberg,¹⁵⁹ significa preservar ativos cujo valor é maior quando tomados conjuntamente e em operação do que isoladamente considerados. Assim, a LRE teria criado, em tese, os incentivos para que credores e devedor possam identificar as situações nas quais é possível uma solução eficiente, com a melhor alocação desses ativos.

Na busca para conciliar os diversos interesses envolvidos, a LRE atribui aos credores um papel de protagonismo na história da empresa em crise, pois são eles que decidirão pela sua sobrevivência ou quebra, por meio da utilização de dois principais mecanismos: a assembleia geral de credores e o comitê de credores. Enquanto a primeira se encarrega das grandes decisões, tais como deliberar sobre o plano de recuperação e aprovar a constituição do comitê de credores, este fica com as responsabilidades do dia a dia, dentre as quais fiscalizar a atuação do administrador judicial e do devedor, bem como a execução do plano aprovado.¹⁶⁰

Contudo, o papel do credor deve ser desempenhado à luz da preservação da empresa, princípio fundamental da LRE que, na lição de Calixto Salomão Filho,¹⁶¹ sintetiza os vários interesses envolvidos. Todavia, a desmedida persecução desse objetivo, seja na elaboração da lei ou em sua aplicação pelo Poder Judiciário, pode subverter seus propósitos originais, gerando insegurança jurídica e até mesmo verdadeira “indústria” da recuperação judicial.

Em certa medida, a LRE vem apresentando avanços em relação à lei anterior. Em 2005, apontava-se que, enquanto as taxas de recuperação de crédito nos processos concursais de alguns países, como Japão, México e Colômbia eram superiores a 60 centavos por dólar dos Estados Unidos, no Brasil, essa taxa era de 0,2 centavos por dólar

¹⁵⁸ Com frequência, alguns credores, insensíveis à crise da empresa, rejeitam peremptoriamente qualquer proposta apresentada pelo devedor ou pelos demais credores, muitas vezes sem se atentar ao fato de que atitudes dessa ordem podem comprometer o recebimento de seus créditos e resultar na extinção de empresas viáveis. É certo que, em estados de crise, sacrifícios são necessários de todos os lados, para que se obtenha o melhor resultado para todos os interessados. Por essas e outras razões, deve-se fomentar cada vez mais a negociação e transparência do devedor em relação a todos os núcleos de interesse envolvidos, conforme abordaremos neste trabalho especificamente quanto ao financiamento das empresas em crise.

¹⁵⁹ **Notas...**, p. 96-97.

¹⁶⁰ Cf. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **Recuperação judicial...**, p. 103.

¹⁶¹ **Comentários...**, p. 50.

dos Estados Unidos.¹⁶² Já no relatório *Doing Business* de 2012, a duração média de um processo concursal diminuiu de dez para quatro anos e o percentual de créditos recuperados atingiu o patamar de 17,9 centavos por dólar dos Estados Unidos.¹⁶³ Apesar disso, o relatório mostra que o país ainda ocupa a 136ª posição no quesito resolução de insolvência, num universo de cento e oitenta e três países analisados.

Vejamos, pois, quais são os procedimentos trazidos pela LRE.

4.2 Recuperação Judicial

Às empresas em crise que sejam viáveis, a LRE destina o processo de recuperação judicial.

Quanto à sua natureza jurídica, a doutrina diverge. A maior parte entende tratar-se de instituto de natureza privada, por ser um “contrato judicial”¹⁶⁴ ou “negócio jurídico privado”,¹⁶⁵ realizável por meio de um plano de recuperação, observadas determinadas exigências legais. As críticas tecidas a essa linha de pensamento residem no fato de que os contratos somente obrigam os que a eles aderirem, o que não ocorreria na recuperação judicial, em que há (a) suspensão das ações execuções contra o devedor; (b) obrigação de todos os credores a ela sujeitos, inclusive os ausentes ou dissidentes na assembleia geral de credores; (c) novação de créditos; e (d) homologação do plano pelo juiz mesmo sem unanimidade entre as classe votantes, na hipótese de *cram down*, sobre a qual falaremos adiante.¹⁶⁶

¹⁶² Cf. THE WORLD BANK. International Bank for Reconstruction and Development. **Doing Business in 2005: Removing Obstacles to Growth**. Washington, D.C.: The World Bank, 2005, p. 70/102. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2005>>. Acesso em: 09 set. 2010.

¹⁶³ Cf. THE WORLD BANK. International Bank for Reconstruction and Development. **Doing Business in 2012: Doing Business in a More Transparent World**. Washington, D.C.: The World Bank; International Finance Corporation, 2012, p. 84. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2012/>>. Acesso em: 29 jan. 2012.

¹⁶⁴ Cf. CAMPINHO, Sérgio. **Falência**..., p. 12-13.

¹⁶⁵ Cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Comentários**..., p. 84.

¹⁶⁶ Cf. LOBO, Jorge. **Comentários à Lei**..., p. 173-174. Entretanto, para Mauro Rodrigues Penteado, o fato de haver dissidentes ou ausentes na assembleia geral não afasta a natureza jurídica de negócio privado da recuperação judicial, devido ao princípio das deliberações majoritárias, aplicável a alguns contratos comerciais, e aos princípios estampados no art. 47 da LRE (**Comentários**..., p. 85).

Paulo Sérgio Restiffe,¹⁶⁷ figurando entre os publicistas, atribui ao instituto a natureza jurídico-processual de ação, pois a tutela à recuperação de empresas é realizada pelo Estado no exercício do poder jurisdicional, mediante o desenrolar de um processo, e mesmo o plano aprovado pelos credores deve ser submetido à homologação do juiz. Os que destoam desse entendimento aduzem que (a) o credor não é citado para responder a uma demanda judicial, mas chamado a opinar sobre o plano; (b) o juiz não decide uma lide, mas há um conflito de interesses solucionado no âmbito da assembleia geral de credores; e (c) não há produção de provas, audiência de conciliação e outros elementos caracterizadores de um procedimento judicial.¹⁶⁸

Para Jorge Lobo,¹⁶⁹ trata-se de instituto de direito econômico, na medida em que “suas normas não visam precipuamente realizar a ideia de justiça, mas sobretudo criar condições e impor medidas que propiciem às empresas em estado de crise econômica se reestruturarem, ainda que com parcial sacrifício de seus credores.” Assim, o jurista define a recuperação judicial como um ato complexo, pois abrange (a) um ato coletivo processual, pois as vontades de credores e devedor se completam e se fundem; (b) um favor legal, porque garante ao devedor, atendidos certos pressupostos e requisitos, formais e materiais, o direito de superar seu estado de crise; e (c) uma obrigação *ex lege*, pois, concedida pelo juiz por sentença, implica novação dos créditos anteriores ao pedido e obriga o devedor e todos os credores a ela sujeitos.¹⁷⁰

Vera Helena de Mello Franco e Rachel Sztajn¹⁷¹ lecionam que o plano de recuperação judicial é um negócio de cooperação entre credores e devedor, assemelhando-se ao contrato plurilateral, homologado pelo juiz como forma de garantia de cumprimento das obrigações assumidas, reduzindo os custos de transação.

É importante ressaltar que a recuperação judicial, vista como processo, envolve uma série de atos, direitos e obrigações legais que surgem ao devedor, credores, juiz e administrador judicial. Por sua vez, o plano de recuperação propriamente dito possui um caráter privado, na medida em que não compete ao juiz analisar o mérito das propostas nele contidas, não obstante deva assegurar, no momento da homologação do plano, que o

¹⁶⁷ **Recuperação de Empresas:** de acordo com a lei 11.101, de 09-02-2005. Barueri: Manole, 2008, p. 48.

¹⁶⁸ Cf. LOBO, Jorge. **Comentários à Lei...**, p. 175.

¹⁶⁹ **Comentários à Lei...**, p. 175-176.

¹⁷⁰ **Comentários à Lei...**, p. 172.

¹⁷¹ **Falência...**, p. 234. Nos Estados Unidos, entende-se que o plano de recuperação no âmbito do *Chapter 11* é fundamentalmente um contrato entre o devedor e seus credores (cf. HARNER, Michelle M. The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing. **77 Fordham L. Rev.**, 2008, p. 731).

objeto do negócio seja lícito, possível, determinado ou determinável e observe a forma legal, se for o caso.

A recuperação judicial pode ser pleiteada pelo devedor, empresário ou sociedade empresária¹⁷² que exerça regularmente suas atividades há mais de dois anos e atenda aos demais requisitos do art. 48 da LRE.¹⁷³ Instruído o pedido com os documentos previstos no art. 51, sobre os quais falaremos mais à frente, o juiz defere o processamento da recuperação judicial, data a partir da qual o devedor terá sessenta dias para apresentar um plano de recuperação, a ser submetido à apreciação dos credores na assembleia geral designada para esse fim, desde que haja objeção de qualquer credor ao plano apresentado.

O devedor continua na condução dos negócios, salvo se afastado conforme as hipóteses legais.¹⁷⁴ Deferido o processamento da recuperação judicial, o juiz nomeia um administrador judicial, cuja função primordial é fiscalizar as atividades do devedor durante o processo e o cumprimento do plano. Além disso, ficam suspensas por cento e oitenta dias as ações ou execuções contra a empresa (*stay period* ou *automatic stay*), ressalvadas as execuções fiscais, as ações que demandam quantias ilíquidas, as ações trabalhistas até a apuração do respectivo crédito e as ações relativas aos créditos mencionados nos §§ 3º e 4º do art. 49 da LRE.

A aprovação do plano de recuperação judicial depende da maioria de votos favoráveis das três classes presentes na assembleia geral de credores, a saber: (a) trabalhadores e credores por acidente de trabalho; (b) credores por garantia real, até o limite do valor do bem gravado; e (c) quirografários, credores com privilégio geral ou especial e subordinados. Na primeira classe, a deliberação se dá por maioria dos credores presentes e, nas demais, por maioria dos credores presentes e, concomitantemente, por maioria do valor dos créditos presentes.

Pelo § 1º do art. 58 da LRE, o juiz poderá conceder a recuperação judicial quando o plano rejeitado pela assembleia geral de credores tiver obtido, de forma cumulativa: (a) o voto favorável de credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos

¹⁷² Com ressalva às exceções previstas no art. 2º da LRE, a saber: empresas públicas, sociedades de economia mista, instituições financeiras públicas ou privadas, cooperativas de crédito, consórcios, entidades de previdência complementar, sociedades operadoras de planos de assistência à saúde, sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e outras entidades legalmente equiparadas às anteriores.

¹⁷³ São eles: (a) não ser falido ou ter declaradas extintas as responsabilidades decorrentes da falência; (b) não ter obtido concessão de recuperação judicial há menos de cinco anos; (c) não ter obtido concessão de recuperação judicial especial para as microempresas e empresas de pequeno porte há menos de oito anos; e (d) não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos na LRE.

¹⁷⁴ Art. 64, LRE.

presentes à AGC, independentemente de classes; (b) aprovação de duas das classes de credores nos termos do art. 45 ou, caso haja somente duas classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos uma delas; e (c) na classe que houver rejeitado o plano, o voto favorável de mais de um terço dos credores, computado na forma dos §§ 1º e 2º do art. 45. Outrossim, diz a LRE que o plano homologado pelo juiz com base nessas premissas não pode implicar tratamento diferenciado entre os credores da classe que o houver rejeitado.¹⁷⁵ O procedimento ora descrito configura o chamado *cram down*, embora seus requisitos sejam bem mais rígidos do que aqueles constantes no direito norte-americano, em que o juiz tem maior margem de flexibilidade para afastar o veto dos credores.¹⁷⁶

Rejeitado o plano, o juiz decretará a falência do devedor. Por outro lado, se aprovado, o devedor permanece em recuperação judicial pelos dois anos seguintes, desde que cumpra as obrigações assumidas. Feito isto, o juiz sentencia o encerramento da recuperação.

Por fim, a LRE franqueia às microempresas e empresas de pequeno porte a utilização de um procedimento de recuperação judicial especial, previsto nos art. 70 a 72. Sobre esse procedimento, traçaremos breves notas em 8.2 abaixo.

4.3 Recuperação Extrajudicial

A recuperação extrajudicial é um “meio formal de acordo especial com certos credores, que pode eventualmente ser imposto a uma minoria resistente”.¹⁷⁷ Revela-se um contrato entre devedor e credores, com eficácia suspensa, condicionada à homologação pelo juiz, a teor do art. 165 da LRE,¹⁷⁸ e insere-se no espaço existente entre a recuperação judicial e um simples acordo com efeitos ordinários entre as partes.¹⁷⁹ O rol de credores excluídos é maior em relação à recuperação judicial, não abrangendo o fisco, credores trabalhistas ou por acidente de trabalho, nem os chamados “credores proprietários” arrolados no art. 49, § 3º, tampouco os credores por adiantamento sobre contrato de câmbio

¹⁷⁵ Art. 58, § 2º, LRE.

¹⁷⁶ Para mais detalhes sobre o *cram down* norte-americano, cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Comentários...**, p. 289-292.

¹⁷⁷ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. In: _____.; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 523.

¹⁷⁸ No mesmo sentido, cf. FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Falência...**, p. 257.

¹⁷⁹ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 524.

(ACC).¹⁸⁰ Não há suspensão das ações e execuções movidas pelos credores excluídos do plano de recuperação extrajudicial¹⁸¹ e o devedor é mantido na condução dos negócios. Inexiste a nomeação de administrador judicial ou a formação de comitê de credores, assim como não há assembleia de credores. Trata-se, portanto, de um procedimento bem mais simplificado, direcionado à solução de aspectos críticos pontuais da empresa, atuais ou previstos.¹⁸²

Duas são as modalidades de recuperação extrajudicial oferecidas pela lei brasileira: a convencional ou facultativa, que vincula apenas os credores que a ela aderirem,¹⁸³ e a obrigatória ou impositiva, que vincula todos os credores abrangidos pelo plano, desde que este seja assinado por três quintos dos titulares dos créditos de cada espécie atingida.¹⁸⁴ Além dos requisitos específicos de cada modalidade e das condições gerais previstas no art. 161, a empresa deve atender ao disposto no art. 48, que trata dos requisitos para que seja requerida a recuperação judicial.

A vantagem na homologação do plano de recuperação extrajudicial está no afastamento de eventuais nulidades que possam atingi-lo, conferindo maior segurança ao devedor e aos credores, por se tratar de título executivo judicial, o que estimula seu cumprimento.¹⁸⁵

4.4 Falência

A falência é um procedimento liquidatório voltado às empresas em crise irrecuperáveis ou inviáveis. Trata-se de uma “grande execução” na qual são arrecadados os bens do devedor para formar a massa falida, os créditos são identificados e classificados para serem pagos com o produto da alienação dos bens da massa, observada a ordem estabelecida na lei.¹⁸⁶

¹⁸⁰ Art. 161, § 1º, LRE.

¹⁸¹ Art. 161, § 4º, LRE.

¹⁸² Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 524.

¹⁸³ Art. 162, LRE.

¹⁸⁴ Art. 163, *caput*, LRE.

¹⁸⁵ Na mesma esteira, cf. SZTAJN, Rachel. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 543.

¹⁸⁶ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 187,

A LRE deu novos contornos à falência ao manifestar expressamente sua preocupação com a preservação da empresa, cujas atividades devem prosseguir sempre que possível, mesmo que conduzidas por outro empresário. Por isso, a falência não é mais vista como um fim em si mesmo, mas como meio para preservar a empresa em seu sentido objetivo.¹⁸⁷ Essa ideia está contida no art. 75 da LRE, a despeito das críticas que se faz ao dispositivo por sua atecnia redacional.¹⁸⁸ Diz ele que a falência, ao promover o afastamento do devedor de suas atividades, tem por escopo “preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa.”

Tal como já adiantamos, a LRE adota um sistema misto para determinar o estado de insolvência empresarial que fundamenta o pedido de falência:¹⁸⁹ o da impontualidade, pela presunção de insolvência do devedor que não paga, sem relevante razão de direito, obrigação líquida, materializada em título ou títulos executivos protestados e cuja soma ultrapasse o equivalente a quarenta salários mínimos;¹⁹⁰ e o da indicação de fatos legalmente previstos que exteriorizam a incapacidade do devedor de cumprir suas obrigações. Neste último caso, a LRE prevê a decretação de falência na hipótese de execução frustrada ou quando verificados os chamados atos de falência.¹⁹¹

Trata-se de procedimento liquidatário-solutório, pois sucede à liquidação da empresa a alienação dos ativos da massa para pagamento dos credores.¹⁹² Essa alienação é iniciada logo após a arrecadação dos bens, independentemente da formação do quadro-geral de credores.

Buscando maximizar do valor dos ativos e o consequente retorno aos credores, a LRE trouxe uma novidade em seu art. 140, ao estabelecer a ordem de preferência na realização do ativo, priorizando a alienação da empresa como um todo, com a venda dos estabelecimentos em bloco, seguida da venda de filiais ou unidades produtivas isoladas,

¹⁸⁷ Cf. ZANINI, Carlos Klein. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005** – Artigo por artigo. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 338. Sobre a ideia de preservação da empresa falida, contida na LRE, cf. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A preservação da empresa, mesmo na falência. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 517-534.

¹⁸⁸ Nesse sentido, cf. ZANINI, Carlos Klein. **Comentários...**, p. 338.

¹⁸⁹ Cf. CAMPINHO, Sérgio. **Falência...**, p. 191.

¹⁹⁰ Art. 94, inciso I, LRE.

¹⁹¹ Art. 94, incisos II e III, LRE.

¹⁹² Cf. SZTAJN, Rachel. In: TOLEDO..., p. 490.

venda em bloco dos bens que integram o estabelecimento e, em último lugar, a alienação dos bens individualmente considerados.

Outro elemento importante que consagra a ideia de preservação da empresa é a possibilidade de transferência de contratos específicos juntamente com a alienação dos bens, nos termos do art. 140, § 3º, da LRE, independentemente da anuência da contraparte.¹⁹³

Por fim, merece destaque a regra do art. 141, inciso II, § 2º, da LRE, pela qual o produto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidentes de trabalho.

Quanto à ordem de pagamento dos credores concursais, ressalta-se a priorização conferida aos créditos com garantia real, no limite do valor do bem gravado, em relação aos créditos tributários, porém em grau hierárquico inferior aos créditos trabalhistas até cento e cinquenta salários mínimos e aos créditos extraconcursais.¹⁹⁴

¹⁹³ Cf. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **A preservação da empresa...**, p. 531; e SZTAJN, Rachel. In: TOLEDO..., p. 500-501.

¹⁹⁴ Para a ordem de pagamento dos créditos concursais e extraconcursais, vide, respectivamente, arts. 83 e 84 da LRE.

5 O CRÉDITO

Antes de ingressar propriamente no objeto central deste trabalho, cumpre traçar algumas breves notas sobre o crédito e sua importância na vida empresarial.

5.1 Conceito

Anota José Xavier Carvalho de Mendonça¹⁹⁵ que muitas são as definições de crédito, porém sempre com alguma falha, conforme o ponto de vista do autor da definição. Contudo, todas elas partem da ideia de confiança. Assim, o vocábulo *crédito*, derivado do latim *creditum*, de *credere* (confiar, emprestar dinheiro), em sua acepção econômica, significa a confiança que uma pessoa deposita em outra, entregando-lhe algo de sua propriedade na expectativa de receber coisa equivalente no futuro.¹⁹⁶ Nesse sentido mais amplo, trata-se da confiança alimentada pelas qualidades de uma pessoa ou entidade, traduzida pela segurança de que ela é ou será capaz de corresponder à expectativa originalmente formulada.¹⁹⁷ Referida confiança, indicativa do crédito, é encontrada nas mais diversas relações comerciais envolvendo troca de coisas atuais por futuras, servindo de base para inúmeras operações mercantis, sob as modalidades de venda a prazo ou empréstimo.¹⁹⁸

Ao lado da confiança, construída a partir das condições pessoais do devedor ou das garantias por ele oferecidas, outro elemento do crédito é o tempo, pois alguém empresta algo de imediato para receber outra coisa em tempo futuro determinado ou determinável.¹⁹⁹

Além de possuir um elemento de escolha intertemporal, o crédito é um mecanismo de transferência de riqueza, pois permite a criação de valor por quem não teria meios para fazê-lo, e seus frutos, ou seja, os juros, são devidos ao credor. Por fim, o crédito somente

¹⁹⁵ **Tratado de Direito Commercial Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1938. Vol. V. Livro III. Parte II, p. 48-49.

¹⁹⁶ Cf. DE PLÁCIDO E SILVA. **Vocabulário Jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967, Vol. I, p. 454.

¹⁹⁷ Cf. SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil: uma análise de Direito & Economia**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 33.

¹⁹⁸ Cf. DE PLÁCIDO E SILVA, **Vocabulário...**, Vol. I, p. 454.

¹⁹⁹ Cf. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado...**, p. 49-50.

se desenvolverá onde houver um mercado no qual a circulação do excedente e a contraprestação futura possam convergir.²⁰⁰

Fábio Konder Comparato²⁰¹ ressalta que a ideia de confiança é extraída do crédito em sua acepção moral, enquanto a noção de tempo seria extraída da acepção econômica da palavra, caracterizada ainda pela troca de bens atuais por bens futuros, acrescida de uma prestação suplementar que são os juros.

Juridicamente, o crédito é “o direito de exigir o que se deve sob qualquer causa”, segundo a expressão latina *creditum est id quod ex quacumque causa, debetur*.²⁰² Na teoria geral do direito privado, a noção jurídica de crédito designa o direito do sujeito ativo numa relação obrigacional, o direito à prestação do devedor.²⁰³ Todavia, essa noção jurídica não encerra necessariamente a noção moral de confiança, pois nem sempre o credor confia em seu devedor, nem a ideia econômica de tempo, pois diversas obrigações existem cujo cumprimento é imediato e simultâneo.²⁰⁴ Mas o crédito, em direito, possui ainda um sentido mais restrito, relacionado ao negócio de crédito, caracterizado como negócio bilateral em que há necessariamente um intervalo de tempo entre a prestação e a contraprestação, tal como no mútuo e na venda a crédito.²⁰⁵ Geraldo Vidigal²⁰⁶ denomina atos de crédito “aqueles pelos quais alguém transfere ou promete transferir coisas, presta ou promete prestar serviços, mediante estipulação de contraprestação futura”. E esse sentido é o que interessa para os fins do presente trabalho.

5.2 Breve histórico sobre o crédito

As origens do crédito remontam a épocas pré-aristotélicas, mas a ele se faz menção em diversas passagens bíblicas, embora tenha sido em Roma que ganhou uma roupagem jurídica no contexto do direito obrigacional. A partir do século XI, com o aumento do comércio ultramarino e mercantil, surge uma classe de comerciantes profissionais em torno da qual se desenvolveu com o passar dos anos a *lex mercatoria*, um conjunto integrado e

²⁰⁰ Cf. SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário**..., p. 37-38.

²⁰¹ **O Seguro**..., p. 27-29.

²⁰² Cf. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado**..., p. 51.

²⁰³ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. **O Seguro**..., p. 29.

²⁰⁴ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. **O Seguro**..., p. 30.

²⁰⁵ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. **O Seguro**..., p. 31.

²⁰⁶ **Teoria Geral do Direito Econômico**. São Paulo: RT, 1977, p. 190-191.

sistemático de normas consuetudinárias provenientes das transações realizadas entre comerciantes. Nessa época, o crédito era representando principalmente por cartas de crédito, que serviam como meio de troca ao adquirirem o atributo de obrigação independente, facilitando a distribuição de mercadorias e produtos agrícolas. No período do Renascimento, o crédito se expandiu universalmente com o surgimento dos títulos de crédito e de algumas categorias de mutuantes, como os bancos italianos, os lombardos e as lojas de penhor, cada qual com características e *status* jurídico distintos. Com o desenvolvimento da ética capitalista, foi sendo permitido o empréstimo a juros, contrariando a moral cristã que proibia a remuneração do dinheiro.²⁰⁷

No Brasil, o desenvolvimento do crédito coincide com a vinda da corte portuguesa em 1808 e com a criação do primeiro Banco do Brasil. Outros bancos surgiram no país no século XIX (*e.g.*, Banco do Rio de Janeiro, da Bahia, do Maranhão e o de Pernambuco), com destaque para o Banco do Commercio e da Indústria do Brasil, instituição que posteriormente teve seu nome modificado para Banco do Brasil,²⁰⁸ e do Mauá, Mac Gregor & Cia,²⁰⁹ ambos criados pelo Barão de Mauá, em 1851 e 1854, respectivamente. Mais tarde, avança o crédito hipotecário na área cafeeira, posteriormente afetado pela deterioração do preço daquele produto e pelas recorrentes crises, as quais também se mostraram presentes no período republicano e, muitas vezes, resultaram da concessão equivocada de crédito, facilitada por políticas financeiras nocivas, como o encilhamento. Segue-se a esse período a falta de crédito e a desordem monetária, apontadas como causas da ausência de uma base manufatureira no Brasil. Os bancos funcionavam quase como *longa manus* da autoridade monetária e o crédito continuou escasso até a redemocratização de 1945, conhecendo a partir de então certa expansão, no contexto do surgimento da SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito. Em 1964, a Lei n. 4.595/64 cria o BACEN e moderniza a disciplina monetária e creditícia. Não obstante, o crédito bancário passa por crises nas décadas de 1970 e 1980, bem como na década de 1990 com o fim da inflação, resultando na quebra de diversos bancos e em programas governamentais de resgate de instituições financeiras, como o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional – PROER.²¹⁰

²⁰⁷ Para uma explanação mais detalhada sobre esse desenvolvimento histórico do crédito, cf. SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário...**, p. 39-49.

²⁰⁸ Cf. CALDEIRA, Jorge. **Mauá: Empresário do Império**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995, p. 224-230.

²⁰⁹ Cf. CALDEIRA, Jorge. **Mauá...**, p. 305-307.

²¹⁰ Para maiores detalhes sobre a evolução do crédito no Brasil, cf. SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário...**, p. 49-57.

5.3 A Importância do crédito na vida empresarial

Por possuir um elemento intertemporal que permite a antecipação do futuro, o crédito torna as relações comerciais mais rápidas e dinâmicas, catalisando o desenvolvimento econômico.

Representando a transferência da parcela poupada da renda dos indivíduos aos tomadores de recursos, o crédito se destina a financiar gastos de consumo ou de investimento.²¹¹ Neste último caso, o crédito será empregado diretamente no incremento da atividade empresária, gerando empregos, tributos e lucros aos sócios.

Tullio Ascarelli²¹² já destacava a importância do crédito à produção, destinado a “criar culturas e melhorar a terra; erguer fabricas e abrir estabelecimentos; construir vias de comunicações e excavar minas.” Da mesma forma, afirmava o jurista que o comércio também necessita do crédito para o desenvolvimento de suas atividades, embora destinado principalmente à utilização no curto prazo.²¹³

No atual cenário mundial de globalização, o crédito é imprescindível ao exercício da atividade empresária, para que o empresário maximize seu potencial de crescimento e produção, podendo assim competir no mercado.²¹⁴ Indubitavelmente, é difícil imaginar o exercício e o desenvolvimento da atividade empresarial nos dias de hoje sem a participação do crédito, viabilizado em grande parte pelas instituições financeiras, principais agentes intermediadores de recursos entre poupadores e tomadores.

A concessão de crédito pelas instituições financeiras, embora regulada por disposições próprias a cada operação, possui três elementos essenciais, a saber: (a) limite de crédito que um mesmo banco pode conceder a um tomador; (b) responsabilidade do

²¹¹ Cf. VIDIGAL, Geraldo. **Teoria Geral...**, p. 193-194.

²¹² **Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. Tradução: Nicolau Nazo. São Paulo: Saraiva, 1943, p. 11.

²¹³ **Teoria...**, p. 12. Segundo Ascarelli, “[s]e o comerciante devesse prescindir do crédito e movimentar apenas os próprios capitais, teria necessariamente que restringir as suas aquisições e reduzir o número daqueles a quem forneceria os bens adquiridos, e isso tanto mais quanto maior a distância até a fonte produtora de tais bens, quanto mais longo, complexo e demorado o transporte deles. Função do comércio é porém, atender às necessidades de numerosos consumidores, trazendo dos lugares mais diversos os bens que melhor satisfaçam essas necessidades; obtendo a diminuição das despesas mediante a aquisição e o transporte de grandes partidas de mercadorias, de cada vez; sugerindo, eventualmente, a produção de bens que possam ser mais bem aceitos pelo mercado. Tudo isso, que um consumidor isolado não poderia fazer, o comerciante faz. Mas, para fazê-lo, necessita de crédito”.

²¹⁴ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 364.

banco de seguir a boa técnica bancária, emprestando a quem pode pagar; e (c) garantia do banco, via competição, que o crédito estará disponível a quem precisar.²¹⁵ Como se verá adiante com mais detalhes, o caso das empresas em crise é peculiar, pois sua condição faz pressupor que ela não pode de pagar suas dívidas, mas ao mesmo tempo precisa de recursos em caráter de urgência. Essa aparente contradição estaria superada pelo tratamento especial conferido pela LRE ao devedor em recuperação judicial e a quem lhe concede crédito, sem embargo das críticas que serão apontadas às soluções propostas pelo legislador pátrio.

²¹⁵ Cf. SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário...**, p. 81.

6 O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE: GENERALIDADES

Nas seções anteriores, analisamos brevemente os pressupostos elementares para que se possa cogitar da concessão de financiamento às empresas em crise: conhecimento dos objetivos da lei falimentar e dos mecanismos existentes, identificação das causas da crise e aferição da viabilidade da empresa. Superada essa fase, trataremos agora de aspectos gerais relativos ao financiamento das empresas em crise, identificando seu escopo e importância, suas características gerais e os principais agentes envolvidos.

6.1 Escopo e importância do financiamento das empresas em crise

Na seção 4, adiantamos que a LRE enquadra-se no conjunto dos sistemas concursais calcados na composição entre credores e devedor. No entanto, os ajustes de direitos e obrigações, consubstanciados no plano de recuperação, não são instantâneos, devendo a lei fornecer mecanismos para conferir liquidez à empresa e preservar seu negócio até que o plano seja elaborado, analisado, debatido e votado. Aludidos mecanismos devem induzir os parceiros comerciais a manter seu relacionamento com o devedor, bem como a incentivar o empréstimo de recursos por novos credores até que o plano seja deliberado.²¹⁶

É difícil imaginar o exercício da atividade empresarial e, em especial, um processo de recuperação de empresa sem a participação do crédito, o que já foi ressaltado em 2001 pelo Banco Mundial,²¹⁷ nos *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*. Trata-se de um conjunto de princípios desenvolvidos por aquela instituição em parceria com diversos organismos e profissionais de aproximadamente setenta e cinco países, com base em iniciativas já existentes para promover a cooperação

²¹⁶ Cf. LOPUCKI, Lynn M.; TRIANTIS, George G. *A Systems Approach...*, p. 276.

²¹⁷ THE WORLD BANK. *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*. Apr. 2001, p. 48. Disponível em: <http://www.worldbank.org/ifa/ipg_eng.pdf>. Acesso em: 04 maio 2010.

entre países nas falências transfronteiriças, modernização dos sistemas de insolvência locais e desenvolvimento de princípios para acordos extrajudiciais.²¹⁸

De acordo com o Princípio n. 18, a lei falimentar deve prever condições para que o devedor obtenha recursos para suas necessidades mais atuais e urgentes durante o processo de recuperação, sem os quais o negócio estaria seriamente comprometido:

[u]m dos principais problemas associados ao processo de recuperação é que, muitas vezes, o devedor necessita urgentemente de recursos líquidos para pagar fornecedores de produtos e serviços essenciais à manutenção de suas atividades. Sempre que uma perspectiva real de recuperação existir, o financiamento contínuo frequentemente será crucial. As leis de insolvência não conseguiram atender a essa necessidade, mesmo em alguns países desenvolvidos. Uma lei de insolvência pode e deveria abordar tal situação, concedendo poder para a utilização de dinheiro existente que possa estar onerado ou constitua garantia, ou para obter novos financiamentos com garantias e salvaguardas de pagamento. A lei pode fazer isso de várias maneiras, como reconhecendo a necessidade e autorizando esse tipo de financiamento, bem como conferindo prioridade de pagamento a esse credor. Nos casos de utilização de dinheiro ou frutos da garantia, uma garantia substituta ou adicional poderia ser outorgada para assegurar o pagamento da dívida. Muitas vezes, tais proteções serão inadequadas por si mesmas e seriam acompanhadas de restrições à utilização dos recursos.²¹⁹

A mesma necessidade é expressamente reconhecida no *Legislative Guide on Insolvency Law* da UNCITRAL.²²⁰ Constatou-se que, para manter o negócio, a empresa deve ter acesso a recursos que lhe permitam pagar fornecedores de produtos e serviços que sejam essenciais, bem como trabalhadores, seguros, aluguéis, prestadores de serviços e

²¹⁸ Cf. THE WORLD BANK. **Principles...**, p. 2.

²¹⁹ Do original: “[o]ne of the main problems associated with the rescue process is that often the debtor is in urgent need of liquid funds to pay for crucial supplies of goods and services to maintain its business activities. Where a genuine prospect of rescue exists, ongoing funding will often be crucial. Insolvency laws have failed to address this need, even in some developed countries. An insolvency law can and should address this situation by providing power to use existing cash that may be pledged or constitute security or to obtain new financing with assurances and safeguards for the eventual repayment of this funding. The law can do this in a number of ways, such as by recognizing the need for and authorizing such funding, and by creating a priority for its repayment to the provider. Where cash, or the proceeds of collateral is to be used, a replacement lien or additional collateral might be provided to assure repayment. Often, such protections will be inadequate of themselves and would be coupled with restrictions on the use of the funds.”

²²⁰ UNCITRAL. **Legislative Guide on Insolvency Law**. New York: United Nations Publication, 2005, p. 118. Disponível em: <http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf>. Acesso em: 07 jul. 2010.

outras despesas operacionais, além dos custos associados diretamente à preservação do valor dos ativos e das despesas do próprio processo de recuperação judicial.²²¹

Em alguns casos o devedor dispõe desses recursos ou possui ativos que podem ser convertidos em dinheiro, por exemplo, via antecipação de recebíveis ou desconto de títulos. Por outro lado, mecanismos previstos na legislação falimentar, como a suspensão de ações e execuções contra o devedor e a suspensão de pagamentos, podem auxiliar o fluxo de caixa. Porém, quando o devedor não possui fundos para fazer frente às suas necessidades mais imediatas, tem que recorrer a terceiros, sejam eles fornecedores, bancos ou investidores, para obter financiamentos, o que pode acontecer em conjunto com a reformulação da estrutura de capital, combinada ou não com uma realocação dos ativos.²²² A falta de incentivos aos fornecedores de produtos e serviços, inclusive o crédito, forçaria a empresa em dificuldades a comprar seus insumos à vista, sem a possibilidade de acesso ou utilização de qualquer ferramenta de crédito, o que dificultaria bastante a reversão de seu estado de crise.²²³

A concessão de novos recursos ao devedor em crise não é importante apenas para atender às necessidades imediatas de caixa, mas também transmite a ideia de que os credores que financiam empresas nessa situação acreditam na viabilidade do negócio e estão menos inclinados a rejeitar o plano de recuperação e votar pela falência.²²⁴ Isso aumenta a confiança dos fornecedores que vendem a crédito, dos empregados e dos clientes que desejam preservar o devedor como uma fonte de produtos ou serviços.²²⁵

O investidor pode contribuir para a recuperação das empresas em crise oferecendo novos recursos diretamente ou promovendo a conversão de dívida em participação societária, com a consequente desalavancagem do balanço, embora esta alternativa apresente alguns inconvenientes, como se verá adiante. Dentre outras consequências positivas que o investimento pode trazer às empresas em crise, podemos mencionar a

²²¹ No Brasil, esses custos envolvem remuneração do administrador judicial e dos peritos, publicação de editais, realização de assembleias de credores, honorários advocatícios e de outros profissionais contratados para atuar durante o processo.

²²² Nesse sentido, cf. UNCITRAL. **Legislative Guide...**, p. 114; e KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 131-132.

²²³ Cf. MENDES, Luis Cláudio Montoro. O crédito extraconcursal previsto no art. 67 da LRE. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, set. 2009, p. 97.

²²⁴ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 92. No mesmo sentido, cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida...**, p. 43.

²²⁵ Cf. COUSINS, Scott D. Postpetition Financing of Dot-Coms. **27 Del. J. Corp. L.**, 2002, p. 760. No escólio de Carlos Henrique Abrão, “[d]e nada adianta elaborar um plano sem contar com a simpatia do mercado e a colaboração do chamado dinheiro novo, que faz a empresa respirar, acalma a intranquilidade dos empregados, reanima os fornecedores, e inspira confiança e credibilidade ímpares para sobrevivência segura.” (O Sistema Financeiro e a Lei de Recuperação Empresarial. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 32, abr./jun. 2006, p. 329).

instituição de mudanças operacionais, a valorização promovida para atrair potenciais compradores de parte ou da totalidade da empresa, o aumento do retorno para os demais credores e a manutenção dos empregos.²²⁶

Lorenzo Stanghellini²²⁷ afirma que, em alguns casos, embora a recuperação de uma empresa em crise seja possível mesmo sem a assunção de novas dívidas, o financiamento possibilita que o devedor disponha de mais recursos para auxiliá-lo tanto na etapa mais emergencial como na posterior reaquisição de valor da empresa.

Em outros países, o financiamento das empresas em crise também está relacionado com a diminuição do tempo de duração dos processos recuperacionais, segundo constata alguns estudos.²²⁸

Contudo, na medida em que a contratação de novos empréstimos impacta nos direitos dos credores preexistentes, é desejável que as disposições legais acerca do financiamento às empresas em crise levem em conta uma série de fatores, dentre os quais o apoio a barganhas comerciais e a proteção aos direitos e prioridades dos credores anteriores, minimizando-se os efeitos negativos especialmente para aqueles sem garantias, que podem presenciar a oneração, em favor de outro credor, dos poucos bens livres que restaram. Todos esses riscos devem ser sopesados com a perspectiva de que a manutenção das atividades da empresa e sua preservação serão benéficas aos credores abrangidos pela recuperação.²²⁹

²²⁶ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 756-757.

²²⁷ **Linee-guida...**, p. 3.

²²⁸ Sreedhar T. Bharath, Venkatesh Panchapagesan e Ingrid M. Werner analisaram processos de recuperação de empresas nos Estados Unidos ocorridos de 1980 até 2005, constatando que o tempo de duração deles diminuiu de vinte e três meses nos anos de 1980 para dezesseis meses após o ano 2000. Segundo os autores, essa recuperação mais ágil estaria associada, dentre outros fatores, à confiança desenvolvida no *DIP financing* (The Changing Nature of Chapter 11, **Fisher College of Business Working Paper No. 2008-03-003**; **Charles A. Dice Center WP No. 2008-4**; **EFA 2008 Athens Meetings Paper**; **AFA 2010 Atlanta Meetings Paper**, Nov. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1102366>>. Acesso em: 20 abr. 2011).

²²⁹ Cf. UNCITRAL. **Legislative Guide...**, p. 115. Janis Sarra menciona um exemplo de concessão de financiamento no Canadá em que diversos elementos foram considerados: em *In re AbitibiBowater*, o Tribunal Superior de Quebec aprovou um financiamento cujos benefícios aos credores, acionistas e trabalhadores superavam o potencial prejuízo a alguns credores. A empresa, sem liquidez, carecia de recursos para pagamento de salários e fornecedores essenciais, o prazo de vencimento do empréstimo era relativamente curto, havia uma razoável perspectiva de sucesso da recuperação e a maioria dos acionistas e o administrador judicial apoiaram o financiamento. Por estabilizar as operações da empresa, o tribunal entendeu que o financiamento tinha potencial para agregar valor aos credores preexistentes e que seria possível contestar empréstimos futuros, mitigando o prejuízo dos credores. Ademais, observou-se que, no mercado de crédito existente à época, não haveria financiamento sem a concessão de uma garantia de prioridade de pagamento, mas o tribunal reduziu o valor que se pretendia prioritário por não concordar com as justificativas apresentadas (Financing Insolvency Restructurings in the Wake of the Financial Crisis: Stalking Horses, Rogue White Knights and Circling Vultures. **29 Penn St. Int'l L. Rev.**, 2010-2011, p. 589).

Ao menos à primeira vista, a lei brasileira é silente quanto à destinação dos recursos captados pelo devedor em crise – se para o curso ordinário dos negócios ou para o custeio de investimentos fora do curso ordinário, mas com perspectiva de geração de valor presente líquido positivo –, diferentemente da lei norte-americana, conforme se verá adiante. Sobre esse aspecto, às vezes, nem mesmo o devedor é capaz de estimar o montante de que precisa ou de que maneira irá utilizá-lo.

Cumprir notar que a lei não pode criar obstáculos que desestimulem bancos e demais interessados em financiar as empresas em crise, não apenas porque elas necessitam mais do que ninguém de novos recursos, mas ainda porque esses obstáculos reforçam a inclinação dos credores à falência e contribuem para a distorção das informações acerca da viabilidade da empresa que são passadas aos demais interessados e ao mercado.²³⁰

É importante ressaltar também que a decisão de captar novos recursos não pode prescindir de respaldo financeiro, na medida em que envolve o risco de elevação do passivo sem o respectivo aumento do ativo com a geração de um saldo positivo, além do risco de perda de oportunidade de maximizar o valor obtido com a disposição de elementos do ativo.²³¹

Em 1998, Maria Carapeto²³² realizou estudo com diversas empresas que se submeteram ao procedimento previsto no *Chapter 11* da lei norte-americana e constatou que o *DIP financing* contribuiu para o sucesso da recuperação de várias delas. Porém, verificou que esse impacto positivo é reduzido em duas situações, que serão abordadas neste trabalho: (a) quando os novos empréstimos possuem garantias sobre ativos já onerados com igual ou superior grau de prioridade em relação aos credores existentes; e (b) quando a classificação dos créditos preexistentes dos financiadores é elevada. Além disso, anota que um apressado deferimento do *DIP financing* pelo juiz diminui a probabilidade de sucesso da recuperação.

Em pesquisa mais recente, Nikhil Abraham e Aditya Habbu²³³ constataram que essa situação modificou-se após a crise de 2008, quando apenas 17% das empresas norte-americanas objeto da pesquisa saíram da recuperação, enquanto 46% delas foram vendidas, o que indicaria uma tendência à utilização do processo recuperacional do *Chapter 11* para venda das empresas a terceiros ou aos próprios credores, como veremos adiante.

²³⁰ Nesse sentido, cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 93

²³¹ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 23.

²³² **Debtor-in-possession...**, p. 14.

²³³ **DIP Lending and the Death of Emergence: Reorganization Outcomes Post-Crisis**. 2010. Disponível em: <<http://turnaround.org/cmaextras/The-Death-of-Emergence.pdf>>. Acesso em: 11 jan. 2011.

Naturalmente, nem todas as empresas em crise fazem jus ao novo crédito. Se o devedor busca tão somente prolongar uma inevitável falência ou não tem condições de negociar com seus credores um plano de recuperação viável, o novo crédito não deve ser concedido. O grande problema dessa negativa é a sua possível prematuridade, tal que desestimule os demais credores a acreditar na viabilidade da empresa.²³⁴ Por outro lado, não é tarefa simples separar as empresas viáveis das inviáveis, o que demanda uma série de ações proativas do devedor e dos financiadores para aumentar a transparência do processo.

6.1.1 Meios para captação de recursos: participação societária (equity) versus contratação de empréstimo (debt)

Segundo Charles W. Adams,²³⁵ o processo de recuperação destina-se a restabelecer a saúde financeira da empresa insolvente, o que normalmente requer a redução do nível de endividamento, mas também pode envolver um ajuste na sua estrutura de capital, quer pela emissão de novas ações ou quotas, quer pela conversão dos débitos existentes em participação societária.

Rachel Sztajn²³⁶ entende que a possibilidade de realização desses ajustes é depreendida do inciso VI do art. 50 da LRE, que inclui entre os meios de recuperação o aumento de capital, fazendo com que novos recursos ingressem no caixa da empresa e permitam uma recuperação mais efetiva.

O ingresso de novos recursos via *equity* poderia, em tese, ser o melhor modelo de financiamento de empresas em crise, pois traria consigo o comprometimento de novos sócios que, buscando o retorno do capital investido, propõem novas soluções estratégicas.

²³⁴ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 586-587. Segundo a autora, no Canadá, as justificativas dos tribunais para negar alguns financiamentos às empresas em crise foram a paralisação das operações e a inexistência de empregados e fornecedores durante certo tempo.

²³⁵ New Capital For Bankruptcy Reorganizations: It's The Amount That Counts. **89 Nw. U. L. Rev.**, 1994-1995, p. 411. O autor compara o financiamento da empresa via *equity* e via *debt*, destacando que os potenciais custos envolvidos neste último, quais sejam, custo de inadimplemento e custo de agência, podem ser controlados pela manutenção de um adequado *equity cushion*, que corresponde à conferência de capital pelos acionistas/sócios em montante tal que a maior parte do risco do negócio seja suportada por eles e não pelos credores, o que diminui o custo do crédito. Em uma empresa insolvente, a estrutura de capital é patológica, na medida em que as obrigações excedem os ativos. Isso gera um destrutivo conflito entre acionistas/sócios e os credores: aqueles visando manter a empresa em funcionamento para tentar superar a crise e voltar a colher os frutos da atividade; estes executando os bens do devedor para reaver seus créditos (**New Capital**..., p. 413-414).

²³⁶ In: SOUZA JUNIOR..., p. 239.

Além disso, sobre tais recursos, como regra, não incidiriam juros, ao contrário das captações junto a instituições financeiras, às quais são inerentes. Dado que a lei não faz distinções, o aporte também pode ser realizado pelos atuais sócios da empresa em crise.

Sem embargo da importância desse mecanismo para a superação da crise da empresa, é possível identificar, no contexto brasileiro, relevantes óbices ao desenvolvimento dessa prática.

Em primeiro lugar, o perfil de financiamento das empresas brasileiras mostra que grande parte daquelas de médio e grande porte se financia principalmente com retenção de lucros, seguida por empréstimos bancários e, em menor grau, emissão de ações ou quotas.²³⁷ Tampouco se diga que as microempresas e empresas de pequeno porte brasileiras têm por hábito recorrer à emissão de quotas ou ações para se financiar.

Normalmente, a situação da empresa recuperanda é calamitosa e demanda recursos mais imediatos, para fazer frente às despesas urgentes e imprescindíveis à manutenção das atividades, tais como pagamento de salários e fornecedores. O aumento de capital, embora de importância reconhecida para o soerguimento da crise, necessita de aprovação pela assembleia de acionistas ou pelo conselho de administração, conforme o caso, em se tratando de sociedades anônimas.²³⁸ Para as sociedades limitadas, o aumento do capital dependerá de aprovação dos titulares de três quartos do capital social.²³⁹ Assim, não será difícil encontrar resistência a essa medida por parte dos controladores, conforme o grau de interferência na gestão almejado pelo novo sócio. Do contrário, a solução dependerá de aprovação dos credores na assembleia que deliberar sobre o plano de recuperação.

Fábio Ulhoa Coelho²⁴⁰ advoga que a reestruturação do capital é o meio por excelência para o soerguimento do estado de crise, pois provém de pessoas que concordam em assumir os riscos do negócio e não pretendem ser remunerados como mutuantes, o que torna os novos recursos mais baratos. Entretanto, o professor aponta a dificuldade de se encontrar pessoas dispostas a integralizar o capital da devedora em crise, concluindo que a operação, nesses casos, limita-se apenas a afastar as idiosincrasias que dificultam a tomada de soluções de mercado.²⁴¹

²³⁷ Para um estudo mais aprofundado desse perfil, cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 78-80.

²³⁸ Art. 166, LSA.

²³⁹ Arts. 1.081; 1.076, I; e 1.071, inciso V, Código Civil.

²⁴⁰ **Comentários...**, p. 207.

²⁴¹ Charles W. Adams aponta que não apenas é difícil encontrar investidores dispostos a realizar o capital de empresas em crise, mas também lembra as desvantagens de se converter dívida em capital, tais como limitações legais ou regulamentares e a ausência de um mercado de ações de empresas em crise, o que induziria os credores preferir dívida a capital. Mesmo que houvesse esse mercado, o autor admite que os credores incorreriam em custos de transação para vender suas ações (**New Capital...**, p. 418-419). George

No Brasil, essa dificuldade é ainda maior se considerado o fato de que o novo sócio não tem nenhum tipo de proteção legal em caso de falência da empresa e, ao contrário, recebe apenas o saldo da realização do ativo, se houver, após serem pagos todos os credores.²⁴² Isso sem falar do risco de responsabilização por dívidas anteriores ao seu ingresso no quadro de sócios e da possível determinação da indisponibilidade de seus bens.²⁴³

Outra limitação ao financiamento via aumento de capital pode ser apontada com base em estudo de Charles W. Adams,²⁴⁴ para quem o mais importante na reestruturação de capital das empresas em crise não é a fonte dos recursos ou sua forma, mas sim sua expressividade. Diante disso, além de se encontrar quem esteja disposto a investir na empresa em crise pela via da participação societária, é fundamental que o investimento seja de montante suficiente para que a empresa possa superar a crise, o que é facilitado caso os recursos provenham de investidores do mercado de capitais. Porém, essa via também apresenta dificuldades, conforme veremos em seguida.

O aumento de capital pode decorrer da conversão de parte das dívidas sujeitas à recuperação judicial em ações ou quotas, desde que previsto no plano e respeitada a legislação societária aplicável. Essa medida alivia o caixa da empresa e facilita sua recuperação, porquanto diminui a quantidade de credores a serem pagos. Em alguns países, há os chamados *credit bids*, pelos quais os credores leiloam seus créditos em troca de participações societárias na empresa. Contudo, certas questões devem ser levadas em conta nesses leilões, como a garantia de um procedimento justo e transparente a todos os credores, os conflitos de interesse que podem surgir e a integridade do processo de recuperação.²⁴⁵

A conversão do crédito em participação societária é uma alternativa para captação de novos recursos quando a empresa possui poucos bens para oferecer em garantia, tal como ocorreu com as norte-americanas *General Growth Properties* e *ION Media Networks*.²⁴⁶ Essa prática, típica de operações envolvendo grandes empresas em crise nos

G. Triantis assevera que a prioridade dos credores na falência desestimula a captação de novos recursos junto aos sócios via *equity*, a menos que o projeto gere retorno suficiente para o pagamento de todos (A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing, **46 Vand. L. rev.**, 1993, p. 911).

²⁴² Art. 153, LRE. Vale notar que o risco de falência das empresas em recuperação judicial é majorado pelo fato de que o simples descumprimento de qualquer obrigação assumida no plano acarreta essa consequência, a teor dos arts. 61, § 1º, e 73, inciso III, da LRE.

²⁴³ Art. 82, *caput* e § 2º, LRE.

²⁴⁴ **New Capital...**, p. 411-444.

²⁴⁵ Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 597-598.

²⁴⁶ Cf. ABRAHAM, Nikhil; HABBU, Aditya. **DIP Lending...**, p. 9.

Estados Unidos, vem se estendendo a empresas do chamado *middle market* (empresas com até US\$ 500 milhões em ativos) e atraindo fundos de *hedge* e *private equities*.²⁴⁷

Apesar das vantagens que a conversão de dívidas em capital possa apresentar a todos os envolvidos, surgem para os credores alguns inconvenientes, ao lado das questões já levantadas acerca do aumento de capital.²⁴⁸ Por primeiro, eles devem concordar em assumir os riscos do negócio, podendo perder a totalidade de seus créditos. Além disso, muito provavelmente não haverá a conversão de todos os créditos existentes, o que poderia dificultar a aprovação do plano pelos credores cujos créditos se tornarão capital da empresa. Neste caso, imperativa será a capacidade do devedor de negociar essa opção com todos os credores.

Outrossim, nos termos do art. 43 da LRE, os sócios do devedor não têm direito de voto nas assembleias gerais de credores pelo simples fato de serem sócios ou acionistas.²⁴⁹ Logo, com a conversão do crédito em participação no capital social da recuperanda, o credor, agora sócio, não mais poderá deliberar sobre importantes matérias cujo foro de discussão é a assembleia geral de credores, incluindo a alteração das condições do plano, a instalação do comitê de credores e assim por diante.

Acrescente-se que, numa interpretação mais restritiva, quaisquer novos recursos concedidos à empresa por esses sócios poderiam ser tratados como créditos subordinados, a teor do art. 83, inciso VIII, alínea “b”, da LRE.²⁵⁰ Não nos parece que esses problemas possam ser afastados mediante previsões específicas no plano de recuperação judicial, pois

²⁴⁷ Cf. WYNNE, Richard. Symposium: Bankruptcy in the New Millennium: Panel Two: Debtor-In-Possession Financing In Mega-Cases: Transcript Of Proceedings, **39 Sw. L. Rev.**, 2010, p. 661.

²⁴⁸ Conforme aponta Carlos Henrique Abrão, “a conversão do crédito em participação, ideia tímida, com muitos adeptos, ainda não tem simpatia pelo receio de ser convolada a quebra e pelo deságio plasmado nesta realidade, derivando responsabilidade.” (**O Sistema...**, p. 328).

²⁴⁹ Apesar disso, é certo que o sócio pode ser credor da empresa por outro fundamento que não a pura e simples participação no capital social. Assim, v.g., os créditos oriundos do exercício de cargo na administração, os decorrentes de distribuição de lucros já deliberada e não paga, os mútuos legitimamente concedidos por sócios não controladores e os créditos provenientes de responsabilidade civil. Por óbvio, as relações jurídicas das quais derivam esses créditos possuem naturezas distintas da participação no capital social e nem sempre revelam conflitos de interesses, o que autoriza, em nosso sentir, sua inclusão na respectiva classe de credores e o exercício do direito de voto. Essa observação não prescinde de uma verificação quanto à origem e legalidade desses créditos, a ser apurada pelo administrador judicial ou denunciada por qualquer dos credores ou pelo próprio devedor.

²⁵⁰ Patrícia Barbi Costa apresenta, a nosso ver, inteligência mais acertada do dispositivo, ao entender que a participação no capital social não é oponível à massa (art. 83, § 2º); os créditos decorrentes do exercício, pelo sócio, de cargo na administração são subordinados (art. 83, VIII, alínea “b”); os créditos decorrentes de distribuição de lucros já deliberada são quirografários; e os mútuos legitimamente concedidos por sócios/acionistas em condições de mercado (*arm’s lenght*) devem ser tratados conforme sua origem e natureza e não enquadrados discricionariamente em algum dos dispositivos do art. 83 que trata de créditos de sócios/acionistas (Os Mútuos dos Sócios e Acionistas na Falência. In: von ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 682/688-689).

elas implicariam violação de expresse comando legal. Logo, dada sua ilicitude, não poderiam ser objeto do negócio jurídico que é o plano de recuperação.

Do ponto de vista dos atuais sócios da empresa, também haverá inconvenientes. Decerto, na conversão de dívida em participação societária, os credores desejarão que sua parcela no capital seja equivalente ao valor dos respectivos créditos, enquanto os sócios existentes desejarão que essa parcela seja menor do que o valor dos créditos convertidos, para compensar a diminuição proporcional das suas respectivas participações, de maneira que a negociação é muitas vezes definida pelo custo de oportunidade para cada parte, figurando a empresa e seus administradores como meros espectadores.²⁵¹ Dessa forma, o risco de diluição dos sócios no capital social ou mesmo a perda do controle da empresa desencorajaria ainda mais a escolha desse caminho.

A emissão de valores mobiliários, meio de recuperação previsto no art. 50, inciso XV, da LRE, apresenta limitações semelhantes (dentre as quais a necessidade de aprovação pelos sócios ou acionistas com direito de voto e a aprovação pelos credores no plano de recuperação), com o acréscimo de que se restringe às companhias abertas e pessoas equiparadas,²⁵² podendo ocorrer mediante: (a) emissão de novas ações para aumento de capital, conforme já previsto no inciso VI do art. 50, acima referido; (b) emissão de títulos de dívida ou debêntures; e (c) emissão de opções para a compra de ações, o que demanda previsão para aumento de capital.²⁵³ Adicionalmente, a empresa deve ter em conta o preço de emissão dos papéis, cuja valoração deve ser pouco atraente, tornando o dispositivo, para parte da doutrina,²⁵⁴ inócuo e artificial.

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian²⁵⁵ destaca as vantagens da emissão de debêntures por empresas em recuperação. Para a recuperanda, serve como alternativa de captação de recursos, podendo ser destinada a consolidar, aglutinar ou uniformizar o pagamento de dívidas anteriores, configurando forma de reajustamento econômico da empresa em crise. Para o investidor, as debêntures permitem o pagamento de juros fixos ou

²⁵¹ Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 288.

²⁵² Art. 19, § 2º, Lei n. 6.385/76. A Instrução n. 480/09, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em seu art. 33, passou a autorizar a distribuição ou negociação pública de notas comerciais e cédulas de crédito bancário por sociedades limitadas, mas isso não afasta a necessidade de registro perante a CVM (art. 1º, ICVM n. 480/09).

²⁵³ Cf. SZTAJN, Rachel. In: SOUZA JUNIOR..., p. 245. A Professora assevera que, em mercados eficientes, o preço dos valores mobiliários reflete os problemas da sociedade, pelo que o valor de emissão de ações deverá ser baixo e as debêntures pagarão juros mais elevados. Sem dúvida, são limitações que comprometem a captação de recursos pelas empresas em crise.

²⁵⁴ Cf. FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Falência...**, p. 242.

²⁵⁵ Debêntures: existência, registro e negociação no âmbito das empresas em recuperação. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 327-331.

variáveis, participação nos lucros, prêmio de reembolso, correção monetária ou conversibilidade em ações. No entanto, ressalta a autora que as condições de emissão deverão ser deliberadas pela assembleia que aprovar o plano de recuperação e que, salvo disposição legal em contrário, a emissão somente será possível se a recuperanda for sociedade anônima, o que demandaria sua transformação para esse tipo societário ou a constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE), na forma anônima, para emitir debêntures.²⁵⁶

De mais a mais, conforme estudo elaborado por Marco Pagano, Fabio Panetta e Luigi Zingales,²⁵⁷ o recurso ao mercado de capitais apresenta diversos custos. O primeiro deles é o custo de seleção adversa e *moral hazard*, derivado de informações imperfeitas que os investidores possuem sobre a empresa e que razões as levam a buscar recursos junto ao público, afetando o preço das ofertas públicas iniciais por meio do chamado *IPO underpricing*, em que os preços das ofertas são menores do que os preços de fechamento no primeiro dia de negócios no mercado secundário. Esse custo afeta principalmente pequenas e médias empresas, com pouco histórico e visibilidade, para as quais o financiamento por meio de *venture capital* seria mais eficiente.

Em segundo lugar, há os custos administrativos relacionados às ofertas públicas: custos de subscrição, registro, auditoria, publicação de documentos, dentre outros que as empresas em crise, em especial as de menor porte, podem não suportar.²⁵⁸

Por derradeiro, o estudo citado²⁵⁹ menciona os custos de perda de confidencialidade de informações que devem ser divulgadas ao mercado e cujo sigilo poderia ser importante à competitividade da empresa. Contudo, esse efeito é mitigado nas situações em que a empresa está em crise, pois o dever de transparência que permeia todo o processo

²⁵⁶ Vale ressaltar que a Lei n. 12.431/11 alterou o art. 59 da LSA, permitindo que o conselho de administração das companhias abertas delibere sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição em contrário no estatuto social (§ 1º). Além disso, o estatuto social poderá autorizar a emissão de debêntures conversíveis em ações, dentro do limite do capital autorizado, especificando o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas (§ 2º).

²⁵⁷ Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. **NBER working paper 5367**. Cambridge, MA, EUA, Nov. 1995, p. 5-7. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5367.pdf>>. Acesso em: 29 abr. 2011.

²⁵⁸ Pesquisa realizada entre quarenta e três empresas de capital aberto no Brasil por C. A. Rocca e A. G. Carvalho em 1999 aponta que a principal desvantagem da abertura de capital está nos custos de manutenção, que incluem auditorias, publicações, relatórios e assim por diante. Outros custos também são mencionados, como o preço das ações inferior ao valor companhia, planejamento tributário, altos custos de títulos de dívida e dividendo maior pago aos preferencialistas (cf. BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. MB Associados. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. jun. 2000, p. 39-40. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf>. Acesso em: 29 abr. 2011).

²⁵⁹ Cf. PAGANO, Marco; PANETTA, Fabio; ZINGALEZ, Luigi. **Why Do Companies...**, p. 6-7.

recuperacional implica a divulgação de várias informações do devedor, excetuadas apenas aquelas relativas a segredos industriais.²⁶⁰

Pode-se mencionar, em adição a tais limites, a necessidade de realização de oferta pública de aquisição de ações, a teor do art. 254-A da LSA, caso a recuperanda seja companhia aberta e seu plano de recuperação contemple a alienação do controle. No entanto, cabe ressaltar que a CVM pode dispensar a realização da oferta ou facultar a adoção de procedimento diferenciado em operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo ou com atividades paralisadas ou interrompidas.²⁶¹

A possibilidade de recuperação pela via de operações societárias previstas no art. 50, inciso II, da LRE, também apresenta vieses. Nos casos de fusões e aquisições, o patrimônio da empresa sadia pode ser contaminado pelas dívidas da recuperanda.²⁶² Ademais, o recurso aportado pelo novo sócio pode acabar sendo direcionado ao pagamento dos credores na falência e não está plenamente afastado o risco de sucessão.

A despeito dos obstáculos à captação de recursos via *equity*, inclusive no mercado de valores mobiliários, os quais são majorados quando se trata de empresas em crise, parte da doutrina²⁶³ advoga que a capitalização via mercado é economicamente mais favorável em relação aos financiamentos bancários, haja vista o elevado patamar das taxas de juros no Brasil. Contudo, abstraindo-se as limitações que essa solução apresenta, tal assertiva não é absoluta e deve ser interpretada levando-se em conta elementos como a política monetária vigente, a possibilidade de incentivos setoriais e as características específicas do caso concreto, ponderando-se, ainda, fatores como as necessidades da empresa, a destinação dos recursos captados, a conveniência no cumprimento de obrigações próprias de companhias abertas, os custos com publicação e registro, além de muitos outros.

²⁶⁰ Não obstante as limitações indicadas, o Brasil presenciou ao menos uma experiência de utilização do mercado de capitais como meio de recuperação de empresas. Trata-se do caso Parmalat, cujo plano de recuperação previa aumento de capital e emissão de debêntures. Entretanto, cumpre notar que a recuperanda já era companhia aberta e de grande renome no mercado nacional. Além disso, o aumento do capital, no valor de aproximadamente R\$ 20 milhões, dentro do limite do capital autorizado, foi subscrito e integralizado por sua controladora à época, AGORD Holdings S.A., controlada por LAEP Capital LLC. Já a emissão de debêntures, no valor total de R\$ 180 milhões, realizada em 2007, teve seu saldo de R\$ 117 milhões renegociado em 2009 com os respectivos credores, mediante a conversão em ações da LAEP e permuta por participações acionárias em empresas integrantes do grupo controlador, com o posterior fechamento do capital da recuperanda, em janeiro de 2010 (conforme fatos relevantes divulgados em 27 de maio de 2006, 24 de maio de 2007, 26 de março de 2009, 28 de abril de 2009, e comunicado ao mercado de 27 de janeiro de 2010, disponíveis em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 26 abr. 2012).

²⁶¹ Art. 34, inciso IV, ICVM n. 361/02.

²⁶² Cf. ROE, Mark. J. **Bankruptcy and debt...**, p. 555.

²⁶³ Cf. MORAES, Luiza Rangel de. A Recuperação Judicial de Empresas e o Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 31, jan./mar. 2006, p. 61.

6.2 Legitimidade para a contratação de novos empréstimos

De acordo com o art. 64 da LRE, durante a recuperação judicial, o devedor ou seus administradores serão mantidos na condução da atividade empresarial, ainda que sob a fiscalização do comitê de credores, se houver, e do administrador judicial, exceto em casos de condenação criminal, dolo, simulação, fraude e outros previstos nos incisos do artigo mencionado. Sob certa perspectiva, essa disposição é vista como negativa por alguns doutrinadores,²⁶⁴ pois poderia levar a desvios excessivos da chamada regra da prioridade absoluta e dificultar a proteção do interesse da sociedade na recuperação da empresa.²⁶⁵ Do contrário, seu afastamento eliminaria custos de transação e estimularia o exercício da recuperação em prol da sociedade e não apenas dos sócios.

Mesmo mantidos no comando da empresa, o devedor ou seus administradores estão, como dito, sujeitos à fiscalização do comitê de credores e do administrador judicial, o que, em princípio, não retira sua competência para contrair novos empréstimos em nome da empresa recuperanda, embora parte da doutrina sustente que as dívidas contraídas após a concessão da recuperação (entenda-se deferimento do processamento) dependem de autorização do comitê ou do administrador judicial.²⁶⁶

Na hipótese de afastamento do devedor, a LRE faculta a eleição, pela assembleia geral de credores, de um gestor judicial, para assumir a administração das atividades da empresa.²⁶⁷ Conforme o caso, a destituição dos administradores pelo juiz poderá acarretar a substituição daqueles segundo previsto nos atos constitutivos do devedor ou no plano de recuperação judicial.²⁶⁸ Uma vez afastado o devedor, a LRE atribui ao comitê de credores²⁶⁹ ou, na falta deste, ao administrador judicial, pela dicção do art. 28, o dever de submeter à apreciação do juiz “a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de

²⁶⁴ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005** – Artigo por artigo. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 309.

²⁶⁵ Nos Estados Unidos, prevalece a chamada regra da prioridade absoluta, segundo a qual os credores com garantia são pagos antes dos quirografários e estes antes dos sócios do devedor. Essa regra admite desvios conforme a evolução das negociações entre credores e devedor na elaboração do plano de recuperação judicial. No Brasil, ela não existe expressamente, mas permeia o sistema de divisão de classes, que em certa medida se relaciona com a ordem de pagamento dos créditos na falência.

²⁶⁶ Cf. FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Falência...**, p. 248.

²⁶⁷ Art. 65, LRE.

²⁶⁸ Art. 64, parágrafo único, LRE.

²⁶⁹ Art. 27, inciso II, alínea “c”, LRE.

ônus reais e outras garantias, bem como atos de endividamento necessários à continuação da atividade empresarial” até a aprovação do plano de recuperação judicial. Humberto Lucena Pereira da Fonseca²⁷⁰ critica o dispositivo e sustenta que essa atribuição deveria recair sobre o gestor judicial, que poderia desempenhar tal mister sem dificuldade ou incompatibilidade.

Para Deborah Kirschbaum,²⁷¹ a contratação de financiamento não se submete ao mesmo juízo de legitimidade das sociedades solventes. Nestas, a decisão de financiamento está no âmbito da discricionariedade dos administradores, que lhes é atribuída pela lei, pelo estatuto ou pelo contrato social, observados os deveres fiduciários que têm perante a sociedade. Segundo a autora, quando a empresa está em recuperação judicial, os limites de alçadas e de competências dos sócios e administradores são modificados e o controle da sociedade adquire uma feição *sui generis*. Até a deliberação acerca do plano de recuperação judicial, qualquer decisão de financiamento ou investimento afeta as perspectivas de viabilidade da empresa e deve contemplar a possibilidade de falência, o que justificaria a mudança na estrutura de poder da empresa. Todavia, a jurista conclui²⁷² que, a par das exceções previstas nos arts. 66 e 27, inciso II, alínea “c”, da LRE, que serão tratadas adiante, pela regra geral o devedor seria livre para praticar atos de endividamento, em que pesem as limitações práticas que se impõem, conforme trataremos mais à frente.

Sobre a necessidade de autorização da assembleia geral de credores para a contratação de financiamentos, entendemos que, como regra, não é necessária. Com efeito, o art. 35, inciso I, alínea “f”, da LRE, prevê, dentre as “atribuições” da assembleia geral de credores, deliberar sobre qualquer matéria que possa afetar os interesses destes. Uma análise mais apressada conduziria à conclusão de que a contratação de financiamentos pela empresa em recuperação judicial dependeria da aprovação daquele órgão. Entretanto, numa interpretação sistemática desse dispositivo com o art. 27, inciso II, alínea “c”, acima referido, conclui-se que, ao menos em relação aos “atos de endividamento necessários à

²⁷⁰ In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 452. Conforme destaca o autor, é provável que o artigo que atribui tal dever ao comitê de credores constitua resquício das diversas alterações pelas quais passou o projeto original que deu origem à LRE, que inicialmente não previa a figura do gestor judicial. Na mesma esteira, com o fundamento de que a administração do negócio compete ao gestor judicial e o comitê somente apreciaria o pedido e o encaminharia ao juiz quando pertinente, cf. GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 216-217.

²⁷¹ **A Recuperação...**, p. 127-128.

²⁷² **A Recuperação...**, p. 134.

continuação da atividade empresarial durante o período que antecede a aprovação do plano de recuperação judicial”, a aprovação pela assembleia geral de credores é dispensada. Isso porque, conforme estatui a LRE, uma vez que o devedor é afastado da condução do negócio, tais atos de endividamento serão submetidos à aprovação do juiz pelo comitê de credores, sem a participação da assembleia geral. Ora, se nessa fase em que se requer um maior zelo e prudência na condução das atividades a assembleia geral não é requisitada, tampouco deveria sê-lo quando os negócios eram conduzidos pelo devedor, sob a fiscalização do administrador judicial e do comitê de credores, se houver.

Outrossim, é importante destacar que a intervenção dos credores pode ser prejudicial aos negócios da empresa, por falta de conhecimento técnico específico, experiência e noção das necessidades e práticas do respectivo ramo de atividade.²⁷³

Todavia, outra será a conclusão em se tratando de financiamentos destinados a investimentos ou à implementação das medidas arroladas no plano de recuperação, as quais podem requerer empréstimos de elevada monta, cujo impacto nos interesses dos credores é relevante. Por essa razão, defendemos que alternativas dessa ordem devem estar expressamente contidas no plano submetido aos credores e qualquer alteração das condições inicialmente aprovadas deve passar pelo crivo destes.

Vale lembrar que haverá hipóteses nas quais poderá ser necessária a aprovação por órgãos internos da sociedade, a depender da quantia envolvida e das disposições contratuais ou estatutárias pertinentes.

Em alguns países, o financiamento das empresas em crise tem sido usado como forma de entrincheiramento da gestão. Os administradores negociam com o financiador a inserção de cláusulas específicas nos contratos prevendo que a empresa não poderá alterar o quadro de administradores, sob pena de inadimplemento. Enquanto isso, os demais credores não têm acesso aos termos do contrato até que seja aprovado pelo juiz.²⁷⁴ À luz do direito brasileiro, tais cláusulas seriam, no mínimo, questionáveis do ponto de vista dos deveres fiduciários dos administradores. Adicionalmente, elas não impediriam o afastamento dos administradores na ocorrência de alguma das hipóteses do art. 64, que decorrem expressamente da lei e não da vontade dos sócios da recuperanda. E, caso o contrato de financiamento preveja, como hipótese de inadimplemento, qualquer

²⁷³ No mesmo sentido, cf. MACHADO, Nelson Marcondes. A Assembléia Geral de Credores e seus conflitos com a Assembléia Geral de Acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 151.

²⁷⁴ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 603.

afastamento dos administradores, independentemente do motivo, estaríamos diante de fraude à lei, pois a penalidade contratual poderia desencorajar ou mesmo inviabilizar o exercício do direito que os credores têm de substituir a administração,²⁷⁵ passando ao largo da boa-fé objetiva que norteia os negócios jurídicos.

De acordo com a Recomendação n. 63 do *Legislative Guide on Insolvency Law* da UNCITRAL,²⁷⁶ deveria ser de competência do administrador judicial (*insolvency representative*) determinar a obtenção de novos financiamentos para a continuidade do negócio, podendo a lei submeter o contrato à autorização judicial ou exigir o consentimento dos demais credores.

Como se verá mais adiante, nas legislações em que a obtenção de novos recursos depende de aprovação do juiz, este deve considerar os interesses e prejuízos entre as partes envolvidas.²⁷⁷

6.3 Os fornecedores de crédito

Qualquer potencial financiador de empresas em crise se depara, via de regra, com situações muito graves: a dívida da empresa é elevada, vários impostos não são recolhidos, o pagamento de fornecedores está atrasado, assim como os salários dos empregados, o que gera um desgaste da imagem da empresa no mercado. Em razão disso, a ajuda de muitos fornecedores não raro cessa ou é consideravelmente reduzida, enquanto os clientes relutam em adquirir produtos da empresa ou postergam pagamentos dos produtos adquiridos.²⁷⁸ Já outros fornecedores, diante do risco de se negociar com empresas reconhecidamente em crise, condicionam a manutenção das relações comerciais ao aumento dos preços dos

²⁷⁵ Art. 50, inciso IV, c/c art. 64, inciso VI, LRE.

²⁷⁶ Cf. **Legislative Guide**..., p. 118.

²⁷⁷ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 584. Em 1998, o juiz Peter J. Walsh, da Corte de Falências de Delaware, nos Estados Unidos, elaborou, a pedido da corte distrital daquele estado, um conjunto de diretrizes nas quais aponta algumas disposições que deveriam ser evitadas pelos juízes ao autorizarem o *DIP financing*. Dentre elas destacam-se o sigilo relativo dos termos do contrato, o grau de limitação dos privilégios dos credores e a omissão quanto à adequada proteção aos credores com garantia contra qualquer consequência adversa do financiamento (cf. COUSINS, Scott D. **Postpetition**..., p. 781-784). Nessa linha, a Corte Distrital do Sul de Nova Iorque também elaborou, em 2002, diretrizes referentes ao conteúdo dos pedidos de financiamento de empresas em crise e das ordens que os concedem, dentre outros aspectos (UNITED STATES BANKRUPTCY COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. **Guidelines for Financing Requests**. New York, 9 Sept. 2002. Disponível em: <<http://www.nysb.uscourts.gov/orders/m274.pdf>>. Acesso em: 27 jan. 2012).

²⁷⁸ Cf. MOORE, Darla D. How to Finance a Debtor in Possession. **6 Com. Lending Rev.**, 1990-1991, p. 5.

produtos ou serviços fornecidos²⁷⁹ ou apenas realizam vendas contra pagamento à vista, ao passo que alguns clientes da recuperanda somente pagam pela mercadoria após a entrega.

Alguns bancos que já são credores da empresa em crise relutam em “colocar dinheiro bom em cima de dinheiro ruim” ou, quando se trata de relação que envolve vários bancos, alguns podem querer financiar o devedor e outros não, de modo que se torna difícil conseguir um acordo tempestivo entre todos eles. Por sua vez, o devedor pode preferir negociar com um novo credor, temendo que os credores preexistentes queiram influenciar, por meio do novo financiamento, as condições do crédito preexistente.²⁸⁰

As incertezas e riscos que circundam a empresa em crise fazem com que as fontes de financiamento sejam limitadas, quer porque os credores não desejam assumir esses riscos, que são difíceis de mensurar, quer porque, ainda que os assumam, cobrariam altas taxas de juros para compensá-los.²⁸¹ Diante dessas dificuldades, é razoável supor que o financiamento provenha de um número limitado de fontes, como os fornecedores com longa relação com o devedor, que poderiam adiantar novos recursos ou vender produtos a crédito, colaborando para aumentar a probabilidade de recuperação e, ao mesmo tempo, obtendo um ganho pelas taxas mais altas praticadas.²⁸² Para tanto, é fundamental estabilizar os relacionamentos com as partes interessadas, restabelecendo vínculos individualmente com as contrapartes ao invés de tratá-las por classes.²⁸³

Quanto a esse ponto, cabe ressaltar que o incentivo à concessão de novos financiamentos pelos credores preexistentes está intimamente ligado aos créditos sujeitos à recuperação judicial e que serão mais provavelmente afetados pela longa duração do processo comparativamente aos créditos concedidos após o pedido de recuperação, os quais possuem prioridade em caso de falência. Diante disso, haveria motivos para que os credores preexistentes identificassem e facilitassem a rápida recuperação do devedor,

²⁷⁹ Nesse sentido, cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 374-375.

²⁸⁰ Cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 8.

²⁸¹ Segundo defende Carlos Henrique Abrão, “[n]ormal pressupor que as instituições que restaram incólumes ao processo de recuperação dificilmente farão algum tipo de exposição ao risco, o que faz raciocinar em termos de trabalharmos com os bancos e entidades adstritos à crise da empresa, num primeiro momento, e no estágio mais avançado, de captar recursos junto ao mercado livre e com garantias.” (**O Sistema...**, p. 330).

²⁸² Cf. UNCITRAL. **Legislative Guide...**, p. 115. Na mesma esteira, cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1917.

²⁸³ Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 172.

existindo, assim, uma relação direta entre a concessão de novos créditos pelos antigos credores e a velocidade da recuperação da empresa.²⁸⁴

Stijn Claessens e Leora F. Klapper²⁸⁵ sugerem que, nas economias com forte atuação das instituições financeiras no fornecimento de crédito, as empresas tendem a construir uma relação mais próxima com seu principal banco, que pode até mesmo se tornar sócio do devedor. Por essa razão, nessas economias, os credores seriam menos inclinados ao uso de procedimentos concursais formais em épocas de crise. Segundo observam os autores, evidências de países como Japão e Alemanha revelam que, ao invés disso, os bancos auxiliam as empresas a evitar crises financeiras dispendiosas e atuam como coordenadores de apoios financeiros e reestruturações quando a crise se instaura.

Sob outra perspectiva, o incentivo à concessão de novos créditos pelos credores preexistentes está relacionado à diminuta taxa de recuperação dos créditos na falência, comparada à recuperação judicial.²⁸⁶ Especialmente quando se tratar de um credor hierarquicamente inferior, poderá haver incentivos para que ele conceda novos créditos destinados ao pagamento de credores não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial²⁸⁷ ou mesmo daqueles hierarquicamente superiores, neste caso desde que haja previsão no plano de recuperação, conforme abordaremos. Dessa forma, o credor aumenta as chances de recuperação da empresa e a possibilidade de receber seu crédito, pois haverá menos credores à sua frente e mais recursos disponíveis, seja na recuperação judicial ou numa eventual falência.²⁸⁸

Ainda, se o credor desenvolveu uma longa relação comercial com o devedor, ele poderá escolher ajudá-lo a perder um cliente fiel.²⁸⁹ Somam-se a isso o desejo de preservação dos chamados custos irrecuperáveis despendidos na relação com o devedor ou a potencial criação de lucrativas relações de crédito de longo prazo.²⁹⁰ Adicionalmente, o credor preexistente tem mais chances de conhecer a situação financeira do devedor e

²⁸⁴ Cf. DAHIYA, Sandeep et al. The Dynamics of Debtor-in-Possession Financing: Bankruptcy Resolution and the Role of Prior Lenders. **AFA 2001 New Orleans**, June 2000, p. 6. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=236093>. Acesso em: 28 jun. 2011.

²⁸⁵ **Bankruptcy...**, p. 11-12. Os autores levantam a hipótese pela qual países nos quais os bancos possuem uma relação mais próxima com as empresas têm menos credores dispersos e, portanto, menos necessidade de uma coordenação entre estes supervisionada pelo juiz, além de serem os agentes de mercado menos inclinados a utilizar procedimentos concursais para solucionar crises financeiras (**Bankruptcy...**, p. 16).

²⁸⁶ Cf. BUCKI, Craig R. Survey: Cracking the Code: The Legal Authority Behind Extrastatutory Debtor-In-Possession Financing Mechanisms and their Prospects for Survival. **2005 Colum. Bus. L. Rev.**, 2005, p. 374.

²⁸⁷ Art. 49, §§ 3º e 4º, LRE.

²⁸⁸ Sobre o interesse de financiamento por credores quirografários, cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 586.

²⁸⁹ Cf. BUCKI, Craig R. **Survey...**, p. 374.

²⁹⁰ Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 582.

possui informações específicas sobre seu setor de atuação que os outros credores não têm, o que diminui seus custos de transação para conceder novos créditos.²⁹¹

Essa visão nem sempre prevaleceu na história do financiamento às empresas em crise. Na década de 1930, no contexto das reformas implementadas nos Estados Unidos durante o *New Deal*, foi promulgado o *Chandler Act* de 1938, que modificou substancialmente os processos de recuperação judicial. Uma dessas mudanças consistiu em proibir a participação de titulares de créditos anteriores, o que afugentou os bancos de *Wall Street* dos grandes processos de recuperação daquela época e, conseqüentemente, afastou novos recursos.²⁹²

Vedar na prática a concessão de financiamentos por credores anteriores talvez não seja a melhor solução. Primeiro porque eles possuem um relacionamento mais estreito com o devedor, o que implica, dentre outros fatores, um maior acesso a informações sobre a empresa, embora isto possa contar negativamente, a depender da profundidade da crise. De outra parte, na iminência de um pedido de recuperação, a mera negociação com potenciais financiadores pode evidenciar o estado de crise aos credores antigos, que não mais se disporão a outorgar novos créditos, inclusive aqueles cuja liberação estivesse porventura condicionada ao início do processo de recuperação judicial.²⁹³

Ao prover novos recursos, o credor que possui uma relação preexistente com a empresa em crise objetiva, *e.g.*, proteger as garantias que lhe foram outorgadas e transmitir uma aparência de normalidade dos negócios aos clientes e fornecedores do devedor. Ao mesmo tempo, o credor evita que a possibilidade de recebimento integral de seu crédito anterior seja enfraquecida pela captação de recursos concedidos por um novo credor, que terá prioridade no recebimento de seus valores.²⁹⁴

²⁹¹ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 601 (nota).

²⁹² Cf. SKEEL, JR., David A. **The past**..., p. 1927. Conforme explica o autor em outra oportunidade, o *Chandler Act* transferiu ao *trustee* a responsabilidade pela condução dos negócios – antes nas mãos dos administradores – e pela direção do processo, organizado anteriormente pelos bancos, que inclusive elaboravam o plano de recuperação. Os credores e demais envolvidos poderiam fazer sugestões ao *trustee*, mas este havia se tornado o responsável pelos termos da reorganização da empresa. As reformas então implementadas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) impediram os banqueiros e advogados de atuar como *trustee* ou assessorá-lo, na medida em que ele deveria ser pessoa “desinteressada”, conceito do qual estava explicitamente excluído qualquer um que tivesse atuado como subscritor de valores mobiliários do devedor (**Debt’s dominion: a history of bankruptcy law in America**. New Jersey: Princeton University Press, 2001, p. 119-120).

²⁹³ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past**..., p. 1927-1928. Conforme anotam Iftekhar Hasan, Gabriel G. Ramírez e Gaiyan Zhang, os credores antigos possuem maior *expertise* e podem monitorar de modo mais amplo as atividades do devedor (**Lock-In Effects in Relationship Lending: Evidence from DIP Loans**, Mar. 2011, p. 4-5. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1785686>. Acesso em: 20 maio 2011).

²⁹⁴ Cf. CARAPETO, Maria. **Debtor-in-possession**..., p. 14; e SARRA, Janis. **Financing**..., p. 582. Nikhil Abraham e Aditya Habbu constataram que, em 2009, os credores preexistentes concederam 45% dos *DIP*

No que tange ao primeiro dos objetivos mencionados, justifica-se o incentivo para a concessão de novo crédito pelo titular da garantia quando se deseja preservar as atividades, pois, do contrário, haveria desvalorização substancial do bem ou direito, comprometendo o recebimento de seu crédito.²⁹⁵

Por vezes, os credores preexistentes são a única alternativa do devedor para obter novos recursos, porquanto todos os bens da empresa já estão onerados para garantir empréstimos anteriores à recuperação judicial, o que obsta a tomada de novos recursos junto a terceiros.²⁹⁶ Logo, os credores titulares de garantia real seriam grandes candidatos à concessão de financiamentos à empresa em crise.²⁹⁷

Contudo, faz-se a ressalva de que os credores em geral não estão necessariamente interessados em maximizar o valor da empresa em crise, mas querem obter o maior retorno de seu crédito no menor tempo possível, de modo que o interesse na viabilidade do negócio está intimamente ligado à maior possibilidade de recuperação eficiente de seus créditos.²⁹⁸

Segundo Deborah Kirschbaum,²⁹⁹ a maior parte das empresas brasileiras conta geralmente com dois tipos de financiamento, além de capital próprio e debêntures, que são o mútuo bancário, por vezes com garantia real, e o crédito mercantil, que, para a autora, não é propriamente um financiamento, já que consiste na extensão de prazos para pagamento de produtos e serviços de fornecedores.³⁰⁰

financing captados naquele ano nos Estados Unidos, e foram representados principalmente por bancos tradicionais, como *Citigroup*, *General Electric*, *UBS* e *Goldman Sachs* (**DIP Lending...**, p. 8).

²⁹⁵ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 155. Para a jurista, trata-se de casos em que o bem onerado (a) consistir num ativo de baixa liquidez; (b) cujo valor na liquidação é muito inferior em relação à manutenção do negócio; e (c) cujo resultado de sua alienação, somado às demais quantias disponíveis, é insuficiente para satisfazer o crédito na falência.

²⁹⁶ Conforme se verá adiante, dado seu poder econômico, muitos credores utilizam os novos empréstimos para exercer um controle substancial sobre o devedor e o processo de recuperação da empresa, de modo que as negociações de novos empréstimos tendem a ser desiguais, com os credores estruturando tais contratos para aumentar sua influência e controle sobre o devedor (cf. MILLER, Harvey R. **Chapter 11...**, p. 390).

²⁹⁷ Nos Estados Unidos, alguns doutrinadores constatarem a existência de acordos entre credores titulares de garantias com diferentes níveis de prioridade, disciplinando alguns direitos de cada um deles após o advento de um processo concursal, incluindo o direito ao “credor sênior” de alienar a garantia sem o consentimento do “credor júnior” e a preferência para o “credor sênior” conceder novos recursos ao devedor na recuperação judicial, os quais terão prioridade em relação aos “créditos júnior”. No entanto, os doutrinadores questionam a exigibilidade das disposições contidas nesses acordos e que tolhem os direitos dos “credores júnior” (cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. *Anti-Bankruptcy*. **Yale Law Journal**, vol. 119, p. 648, 2010; USC CLEO Research Paper No. C09-8; USC Law Legal Studies Paper No. 09-9; U of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 470, Apr. 2009, p. 27-28. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1396827>>. Acesso em: 07 abr. 2011).

²⁹⁸ Cf. ROE, Mark. J. **Bankruptcy and debt...**, p. 542.

²⁹⁹ **A Recuperação...**, p. 127.

³⁰⁰ Tal como exposto na introdução deste trabalho, adotamos o sentido amplo da palavra financiamento, de modo que seu significado engloba também as vendas a crédito.

Em alguns casos, os adquirentes de produtos ou serviços das empresas em crise também podem financiá-las mediante pagamento antecipado do preço ou financiamento da produção. Tal prática é bastante comum no setor de *commodities* agrícolas, em que importadores ou *trading companies* realizam operações de pré-pagamento das mercadorias adquiridas ou pré-financiamento das safras, liquidados mediante a entrega das mercadorias ou com os recebíveis de sua venda.

Há ainda a possibilidade, embora remota, de os próprios sócios ou acionistas aportarem recursos na empresa a título de empréstimo, na qualidade de terceiros perante a sociedade, o que pode ser mais barato e vantajoso em relação aos empréstimos obtidos junto a pessoas estranhas ao quadro de sócios. Entretanto, conforme alerta Patrícia Barbi Costa,³⁰¹ tal conduta deve ser pautada pela legitimidade dos sócios ou acionistas à luz dos interesses dos credores e deve ser reprimida (a) quando beneficiar os sócios ou acionistas em prejuízo dos credores, (b) quando houver excessivos mútuos concedidos por essas pessoas na qualidade de terceiros, ou, ainda, (c) quando restar comprovado que se trata de distribuição disfarçada de lucros, sujeitando a respectiva operação a questionamentos, quer na falência ou antes dela, especialmente na hipótese de sociedades subcapitalizadas.³⁰²

Para conferir maior segurança à operação, afastando potencial risco de ação revocatória, e garantir a manutenção das atividades até a aprovação do plano de recuperação, entendemos que o mútuo dos sócios ou acionistas poderá ser autorizado pelo juiz, desde que os recursos sejam empregados exclusivamente como capital de giro. Após a aprovação do plano, a competência passaria à assembleia geral, porque a situação da empresa já se presumirá relativamente estabilizada e a operação poderia afetar o cumprimento do plano, ressalvados os casos em que o empréstimo tiver as características de um *exit financing*, conforme se verá adiante.

Outros que podem financiar empresas em crise são os credores que não possuíam relação com elas, mas que estão motivados pela possibilidade de altos retornos.

Porém, esses credores, no afã de receber o que lhes é devido, podem impingir à recuperanda a venda precipitada de seus ativos para gerar a liquidez necessária à satisfação

³⁰¹ **Os Mútuos...**, p. 674.

³⁰² Nesse caso, deve-se verificar se o crédito foi concedido em condições de mercado (“*arm’s length conditions*”), sendo de fundamental importância a fiscalização da operação pelo administrado judicial e pelo comitê de credores. Do contrário, segundo advoga Patrícia Barbi Costa, as consequências seriam (a) a reclassificação do mútuo como capital próprio na falência, com o valor subordinado a todos os credores, ou (b) a subcapitalização nominal, aplicando-se a teoria da desconsideração da personalidade jurídica no interesse dos credores (**Os Mútuos...**, p. 674).

de seus créditos, em prejuízo dos credores hierarquicamente inferiores.³⁰³ Outros problemas relacionados a esses novos credores são o possível desinteresse com o resultado da recuperação, dado que seu crédito é pago com prioridade em relação aos créditos preexistentes; o exercício de controle da empresa por via contratual, pressionando o devedor a considerar os interesses do novo credor em detrimento dos demais credores; e o incentivo, pelo novo credor, para que o devedor instaure litígios e barganhas particulares em detrimento dos credores preexistentes.³⁰⁴

Há quem alegue que, quando terceiros ingressam no mercado de financiamento de empresas em crise, eles utilizam o empréstimo como um caminho para a venda da empresa, o que na lei falimentar dos Estados Unidos é altamente favorecido pelo permissivo da § 363, segundo o qual os ativos podem ser alienados sem quaisquer dívidas.³⁰⁵ O novo credor, visando garantir o lucro da operação, pode influenciar a venda da empresa a um terceiro ao invés de um credor preexistente, quando esta última situação satisfaria um maior número de créditos e causaria menos prejuízo aos credores em geral.³⁰⁶ Alternativamente, o financiador da empresa em crise pode ter em mente adquiri-la ao fim do processo por preço atrativo, valendo-se de seu poder de financiador, estratégia essa conhecida como *loan-to-own financing*, que será tratada ao longo deste trabalho.

Já há algum tempo, muitos vêm enxergando nas empresas em crise uma oportunidade de negócio. Segundo noticiam Stuart Slatter e David Lovett,³⁰⁷ têm surgido investidores voltados a essas empresas, tais como o conglomerado financeiro Hanson (referindo-se ao gestor de fundos *private equity* inglês *Doughty Hanson & Co*) – que desenvolveu sistemas de prospecção, aquisição e recuperação de empresas com problemas ou baixo desempenho –, além de fundos de investimento altamente especializados no financiamento de empresas em dificuldade.³⁰⁸

Modernamente, alguns autores³⁰⁹ apontam que a existência de diversos credores com diferentes posições e objetivos, aliada à inovação dos instrumentos financeiros,

³⁰³ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 602.

³⁰⁴ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 602.

³⁰⁵ Cf. ABRAHAM, Nikhil; HABBU, Aditya. **DIP Lending**..., p. 8. Segundo lembram Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen, os Estados Unidos possuem um mercado bem desenvolvido de ativos de empresas em crise, em que eles são mantidos em conjunto e são restabelecidos os direitos de controle de maneira coerente (**The End**..., p. 786).

³⁰⁶ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 602.

³⁰⁷ **Como recuperar**..., p. 19.

³⁰⁸ No mesmo sentido, cf. ROE, Mark. J. **Bankruptcy and debt**..., p. 565.

³⁰⁹ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **Anti-Bankruptcy**..., p. 4-5. Para os autores, a falta de um acordo entre os credores representa, na Teoria dos Jogos, uma situação de “*empty core*”, pois algum outro acordo existente é preferível pelas partes.

impede a formação de grupos organizados, ao menos nas crises de grandes empresas. Os credores, de bancos a fundos de *hedge* e *private equities*, utilizam cada vez mais derivativos que proporcionam repentina mudança de titularidade do crédito, não havendo mais líderes naturais entre eles, o que dificultaria a elaboração de um plano de recuperação adequado aos interesses de todos.

Outros estudos³¹⁰ sugerem que, com a crise financeira de 2008 e a reduzida participação dos tradicionais financiadores de empresas em crise nos Estados Unidos, pequenos bancos regionais e locais poderiam ingressar nesse mercado. Sua baixa exposição ao mercado de hipotecas e a associação com outros bancos pequenos poderiam suprir parte do mercado de financiamento de empresas em crise. Contudo, muitos desses bancos receberam auxílio do Governo Federal norte-americano, de modo que assumir o risco de emprestar recursos para empresas em dificuldade pode afetar a imagem dessas instituições financeiras. Além disso, nem sempre será possível para uma única dessas instituições atender as necessidades de financiamento de grandes empresas.

Em que pese o desenvolvimento desse mercado em outros países, no Brasil, contudo, a realidade é outra. Pesquisa realizada pelo Comitê de Soluções Financeiras do *Turnaround Management Association* do Brasil - TMA Brasil³¹¹ com diversas empresas de diferentes segmentos mostrou que metade delas não voltou a fornecer produtos ou serviços para seus clientes que entraram em recuperação judicial, de sorte que a outra metade somente o fez mediante pagamento à vista, com redução de prazo ou mediante apresentação de cartas de fiança. Também foram identificados casos extremos, nos quais a empresa continuava negociando com o devedor em recuperação judicial, desde que houvesse liquidação parcial da dívida antiga a cada compra realizada, o que poderia implicar benefício de alguns credores em detrimento dos demais, sem que tenha havido aprovação por estes.

Mesmo assim, em suma, é possível constatar que, no início da crise, as principais fontes de financiamento são os atuais parceiros comerciais e financeiros do devedor, pois

³¹⁰ Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. Freefalling With A Parachute That May Not Open: Debtor-In-Possession Financing In The Wake Of The Great Recession. **63 U. Miami L. Rev.**, 2008-2009, p. 1211-1212.

³¹¹ TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL – TMA BRASIL. Comitê de soluções Financeiras. **Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial: Importância, Dificuldades e Estímulos.** mar. 2010. Disponível em: <http://www.tmabrasil.org/images/stories/docs/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf>. Acesso em: 14 maio 2010.

geralmente se consome muito mais tempo para encontrar novos investidores dispostos a emprestar dinheiro a empresas em recuperação judicial.³¹²

Por último, cabe ressaltar que a escassez de crédito para as empresas em crise, em boa parte devido às restrições regulatórias dos bancos, conforme veremos oportunamente, permite que entidades de fomento mercantil (*factorings*) atuem como fornecedores de crédito a essas empresas, mediante aquisição de parte ou da totalidade dos recebíveis porventura existentes, representados por duplicatas, cheques e outros títulos. Dada a urgência dos novos recursos, os créditos por vezes são adquiridos com elevados descontos em relação ao seu valor de face, reservando a *factoring* para si o direito de regresso contra o cedente em caso de inadimplemento dos devedores, o que em ambos os casos pode agravar a crise da empresa.³¹³

6.3.1 Os fundos de investimento como fornecedores de crédito às empresas em crise

Nos Estados Unidos, noticia-se que fundos de *hedge* e *private equities*, normalmente focados em investimentos de curto prazo, estão investindo no financiamento de empresas em crise mediante a adoção de diversas estratégias, com finalidades distintas.³¹⁴ Embora esses fundos atuem com mais força nesse mercado desde 2003,³¹⁵ alguns autores entendem que, após a crise de 2008, o aumento das taxas de juros e a diminuição dos prazos de vencimento dos empréstimos concedidos a empresas sob o *Chapter 11* constituíram ingredientes que atraem ainda mais os fundos para esse mercado, visando retornos de curto prazo com empréstimos de baixo risco ou mesmo de uma participação no capital da empresa financiada.³¹⁶

³¹² Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 284.

³¹³ Para mais detalhes sobre o funcionamento das *factorings*, cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. São Paulo: Atlas, 2005, p. 262-268.

³¹⁴ Cf. SISKEY, Kyle. Hedge funds have taken control. **28 Int'l Fin. L. Rev.**, June 2009, p. 48. Dentre os principais fundos de *hedge* atuantes no mercado de *DIP financing* nos Estados Unidos entre 1996 e 2007 estão *Cerberus Capital Management*; *Silver Point Capital Group, LP*; *Black Diamond Capital Management, LLC*; *DDJ Capital Management, LLC*; e *Oaktree Capital Management, LLC* (cf. JIANG, Wei; LI, Kai; WANG, Wei. Hedge Funds and Chapter 11. **Journal of Finance**, *Forthcoming*. Apr. 2011, p. 31. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1493966>>. Acesso em: 31 jan. 2012).

³¹⁵ Cf. JIANG, Wei; LI, Kai; WANG, Wei. **Hedge...**, p. 12.

³¹⁶ Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. **Freefalling...**, p. 1213-1214. Segundo informam os autores, em fevereiro de 2009, a gestora de investimentos *Aladdin Capital*, com patrimônio de US\$ 15 bilhões, anunciou o lançamento de um fundo de *hedge* para investir exclusivamente no *DIP market*, vislumbrando obter significativa participação nesse mercado (**Freefalling...**, p. 1216-1217).

Nesse contexto, muitos dos contratos de empréstimos concedidos por fundos de investimento a empresas em crise contêm cláusulas prevendo a aquisição do controle da empresa e focam no nível de preferência de pagamento do crédito ao invés do retorno proporcionado pelas taxas de juros. O controle pode ser adquirido ao final do processo ou mesmo durante a recuperação, com o advento de alguma situação que acarreta a conversão da dívida em participação societária.³¹⁷

Estratégia semelhante vem sendo comumente adotada em acordos celebrados no âmbito de recuperações extrajudiciais (*pre-packaged bankruptcies*), nos quais são fixadas metas rigorosas que a empresa deve cumprir para posteriormente ingressar com um pedido no *Chapter 11* e confirmar o plano acordado. Com o não atingimento das metas, o gatilho é disparado e o fundo adquire o controle da empresa.³¹⁸

Os fundos de investimento também podem ter interesse no financiamento de empresas em crise para proteger investimentos já realizados e tentar melhorar a posição dos créditos sujeitos à recuperação.³¹⁹ Para tanto, uma das estratégias consiste nos chamados *rollups*, em que o novo crédito é utilizado para conferir prioridade ao crédito preexistente. Essa alternativa é bastante utilizada quando o montante a ser emprestado é elevado para que um fundo possa suportar sozinho. Nessas hipóteses, vários fundos concedem o empréstimo.³²⁰ Entretanto, algumas vezes um único fundo opta pela estratégia de *rollup* quando não quer controlar a empresa após a recuperação, seja porque o investimento não se ajusta à sua carteira, seja porque ele não quer assumir o risco do negócio.³²¹

O financiamento também pode servir de veículo para a liquidação da empresa em crise, quando, por alguma razão, há intenção de se vender os ativos.³²²

Os fundos de investimento podem desempenhar um papel importante no desenvolvimento de um mercado de créditos detidos contra empresas em crise, um dos

³¹⁷ Cf. SISKEY, Kyle. **Hedge funds...**, p. 48-49. O ingresso de fundos de *hedge* no mercado de *DIP financing* norte-americano com o objetivo de adquirir o controle da empresa é também constatado por Wei JIANG, Kai LI e Wei WANG (**Hedge...**, p. 13).

³¹⁸ Cf. SISKEY, Kyle. **Hedge funds...**, p. 48.

³¹⁹ Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. **Freefalling...**, p. 1215.

³²⁰ Nos Estados Unidos, a *Lyondell Chemical* obteve US\$ 8 bilhões em *DIP financing*, concedido por catorze fundos de *hedge* e pelo banco UBS. Desse montante, US\$ 3,25 bilhões foram destinados ao pagamento de parte dos créditos anteriores, passando os credores a ter prioridade de pagamento desse montante em relação a outros créditos preexistentes e não pagos (cf. SISKEY, Kyle. **Hedge funds...**, p. 49).

³²¹ Cf. SISKEY, Kyle. **Hedge funds...**, p. 49.

³²² Assim ocorreu em 2009 com a *Qimonda North American*, que planejava sua liquidação após a falência da matriz alemã no início daquele ano. Um fundo *private equity* elaborou um relatório com os custos e lucros obtidos com a liquidação emergencial dos ativos. Dos US\$ 60 milhões emprestados, US\$ 40 milhões serviram como empréstimo provisório e US\$ 20 milhões garantiram o tempo necessário para a venda da fábrica da empresa (cf. SISKEY, Kyle. **Hedge funds...**, p. 50).

obstáculos ao financiamento dessas empresas segundo algumas vozes, tal como veremos durante este trabalho. Nesse sentido, diferentes tipos de fundos “abutres” (*vulture funds*) têm atuado no mercado canadense, alguns dos quais objetivamente concluíram que o devedor possuía algum valor e, por isso, adquiriram suas dívidas, provocando um aumento de liquidez no mercado de créditos contra empresas em crise e um alento para aqueles que desejavam encerrar suas perdas. Contudo, há fundos que podem emperrar a recuperação e prejudicar todos os interessados. Os fatores mais importantes a serem considerados são a boa-fé e o sopesamento dos motivos que levam os fundos a adquirir créditos de empresas sabidamente problemáticas, bem como os potenciais benefícios e prejuízos no resultado do processo recuperacional.³²³

No Brasil, os fundos *private equity* utilizam a roupagem dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), regulamentados pela ICVM n. 391/03. São eles responsáveis por garantir os recursos de longo prazo necessários para que as empresas possam se reestruturar e ganhar fôlego até uma eventual abertura de capital.³²⁴

Todavia, em nosso país, há um mercado ainda muito incipiente para os chamados *non performing loans*.³²⁵ Ademais, há pouca disposição dos fundos de investimento para concessão de crédito de longo prazo às empresas em recuperação judicial, diante da baixa atratividade dessa modalidade de financiamento em relação a outras formas de investimento, como *venture capital*. Não obstante, algumas iniciativas vêm sendo tomadas por fundos de investimento com foco em ativos de empresas falidas ou em recuperação

³²³ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 601-602.

³²⁴ Cf. PERIN JUNIOR, Ecio. **Curso**..., p. 389. Conforme explica o jurista, o processo de reestruturação realizado pelos FIPs consiste em “elaborar, em primeira etapa, projeto ou *start-up*, quando a empresa sai do zero, colocando em prática uma ideia financiada por um fundo chamado de *venture capital*, que possui um risco mais alto. A segunda etapa consiste no desenvolvimento corporativo, ou seja, quando a empresa já existe e precisa de recursos financeiros e orientação para crescer. Neste ponto entram os fundos de *private equity*, que reúnem grandes investidores, pessoas físicas ou empresas, sob a coordenação de especialistas em gestão empresarial. Esses fundos fazem um projeto de investimentos para a empresa e entram com dinheiro de longo prazo, em troca de participação na gestão. A terceira etapa é a da consolidação da empresa e a última é a ida ao mercado de ações, o que viabiliza a venda de uma empresa em estado de crise econômico-financeira alavancada pelos recursos aportados.” Todavia, é importante salientar que a abertura de capital é apenas uma das possíveis formas de saída dos FIPs, as quais compreendem, dentre outras, a venda a adquirentes estratégicos que se valem das possíveis sinergias com a recuperanda, o pagamento de sócios ocultos, o pagamento de empréstimos, a alienação a outros fundos de *private equity* ou até mesmo a administradores profissionais (cf. EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **2010 Pan-European Private Equity and Ventures Capital Activity**. 2011, p. 70. Disponível em: http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf). Acesso em: 26 abr. 2012).

³²⁵ Sobre a importância de um mercado secundário de dívidas de empresas em crise, ver 11.1.6 *infra*.

judicial, inclusive mediante participações societárias e utilização de SPEs.³²⁶ Em outros casos, os fundos efetivamente compram empresas em recuperação judicial, mudam sua gestão e renegociam com os credores. Após, vendem a empresa saneada a um preço muito superior ao de aquisição. Trata-se de outra via para manter as empresas em atividade, gerar receitas e preservar postos de trabalho.³²⁷ Entretanto, os riscos de sucessão, especialmente trabalhista, ainda não estão completamente afastados, podendo atingir os novos investidores muito além do valor investido.

A participação dos fundos de *private equity* no capital de algumas empresas em recuperação pode ser contabilmente tratada como dívida, caso se refira a ações preferenciais resgatáveis. De acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 39, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, essas ações passaram a ser avaliadas como passivo financeiro no balanço das empresas, e não como capital.³²⁸ No âmbito das empresas em recuperação judicial, tal disposição aumenta seu endividamento e o risco para os demais credores, inclusive os novos financiadores, cujo crédito concorrerá com outros extraconcursais, se o investimento do fundo tiver sido feito após o pedido de recuperação. Porém, a questão deve ser analisada em cada caso concreto à luz do princípio contábil da primazia da essência sobre a forma.³²⁹ O tema foi objeto de manifestação da CVM, por meio do Parecer de Orientação n. 37/2011, com destaque para a classificação de instrumentos financeiros como passivo ou capital na representação da realidade econômica das companhias abertas. Na oportunidade, destacou-se que

³²⁶ Conforme matéria veiculada no jornal Valor Econômico em 14 de dezembro de 2010: “Orey prepara um fundo para compra de empresas quebradas”. A matéria aponta a mitigação dos riscos de sucessão na compra dos ativos e eficiência do ponto de vista fiscal, pois os ganhos com a operação seriam tributados na SPE e distribuídos via dividendos (BELLOTTO, Alessandra. Orey prepara um fundo para compra de empresas quebradas. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 dez. 2010. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 14 dez. 2010).

³²⁷ Assim têm atuado os fundos Arion Capital e a gestora de recursos Latin America Equity Partners (Laep), que adquiriu e valorizou empresas em recuperação judicial, como a butique de luxo Daslu e a Parmalat, ora fundida na atual Lácteos Brasil. A compra de créditos de empresas em crise têm sido movimentada por algumas instituições tradicionais, como o *Bank of America Merrill Lynch*, e outras que surgiram recentemente, como *BRD - Brazil Distressed*, Cultinvest, Ícone e Root (cf. PRESSINOTT, Fernanda; BAUTZER, Tatiana. Os fundos que reconstroem empresas. **Istoé Dinheiro**, n. 735, Finanças, 04 nov. 2011. Disponível em: <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/71658_OS+FUNDOS+QUE+RECONSTROEM+EMPRESA>. Acesso em: 04 jan. 2012).

³²⁸ Cf. COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 39: Instrumentos Financeiros: Apresentação**. [2009], p. 13. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2039_final.pdf>. Acesso em: 31 jan. 2012.

³²⁹ Conforme anota Alexandre Demetrius Pereira, “[p]ara que a informação represente adequadamente as transações e outros eventos que ela se propõe a representar, é necessário que essas transações e eventos sejam contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade econômica, e não meramente sua forma legal.” (O Exercício Social e as Demonstrações Financeiras. Os Lucros, as Reservas e os Dividendos. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2012, 3 v., p. 565).

é sob a primazia da essência sobre a forma que deve ser analisado o direito incondicional de evitar a entrega de caixa ou outro ativo financeiro para liquidar uma obrigação contratual. Isso porque, não subsistindo tal direito, a obrigação atenderá à definição de passivo financeiro.

A solução do problema e a correta classificação contábil do instrumento financeiro dependerá do quanto disposto no estatuto social da recuperanda, a teor do art. 19 da LSA. Assim, pode o estatuto, v.g., conferir à sociedade o direito de opção de resgatar ou não essa classe especial de ações no vencimento, conforme lhe convenha financeira e patrimonialmente.³³⁰ Nesta hipótese, em comunhão com o entendimento da CVM, o enquadramento adequado seria como participação no capital da empresa.³³¹

6.3.2 O financiamento público das empresas em crise

Jorge Lobo,³³² com arrimo em Gerardo Santini e Angel José Rojo Fernandez-Rio, aduz que, na antiga Alemanha Ocidental, Holanda e Inglaterra, até 1971, instituições públicas concediam linhas de crédito de médio e longo prazos para empresas em crise, visando sua recuperação. Outra forma de participação do Estado na recuperação de empresas com dificuldades, mencionada pelo jurista, diz respeito à concessão de garantias a bancos privados para que estes financiem tais empresas, com a formação de um consórcio entre esses bancos e o governo.

Inspirado nessas experiências, o Professor Jorge Lobo³³³ elaborou anteprojeto de Lei de Reorganização de Empresas, ainda durante a tramitação do Projeto de Lei n. 4.376/93 – que resultou na atual LRE –, no qual previu como meio de recuperação, entre

³³⁰ Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. 1 v., p. 247.

³³¹ No caso dos fundos *private equity*, o investimento costuma ser atrelado à constituição de um fundo de reserva, formado com a retenção de parte dos lucros para o futuro pagamento do resgate das ações. Diante disso, há entendimento no sentido de que, se a verificação de lucro for condição para o resgate, caso não exista lucro, a ação não deveria ser classificada como dívida, conforme defendido por Eliseu Martins em matéria publicada no jornal Valor Econômico em 18 de outubro de 2011 (PINHEIRO, Vinícius. Private equity vira credor de empresas. **Valor Econômico**, São Paulo, 18 out. 2011. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 31 jan. 2012).

³³² Direito da Crise Econômica da Empresa. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 109, jan./mar. 1998, p. 71.

³³³ **Direito da Crise...**, p. 72-73. O Professor assevera que o socorro estatal a empresas com dificuldades não é novidade no Brasil, citando como exemplos os aportes de recursos na Embraer que permitiram sua reestruturação e privatização em 1994, além das experiências bancárias com o PROES e o PROER.

outros, “[n]ovos empréstimos e financiamentos e manutenção dos fornecimentos, mediante concessão de privilégios especiais”, além de

[b]enefícios fiscais e creditícios, oriundos da União Federal, Estados e Municípios, e empréstimos e financiamentos especiais a médio e longo prazos, oriundos de sociedades de economia mista ou empresas públicas, já existentes ou especialmente criadas por lei para esse fim, mediante garantia real de quotas ou ações que compõem o capital social e, se necessário, garantia fidejussória e real de outros bens dos sócios majoritários ou acionistas controladores ou de terceiros.

Embora o rol de meios de recuperação do art. 50 da LRE seja meramente exemplificativo, a expressa previsão da participação estatal entre eles justificaria uma intervenção mais eficiente e legítima do Poder Público no soerguimento de empresas em crise.

A lei brasileira, ao contrário, cria fortes entraves para que a recuperanda obtenha crédito estatal, ao não dispensá-la da apresentação de certidões negativas para contratação com o Poder Público ou para recebimento de benefícios ou incentivos fiscais ou creditícios, como fez em relação ao exercício das atividades da empresa em geral.³³⁴ No afã de salvaguardar os créditos fiscais, o legislador praticamente sepultou qualquer possibilidade de participação do Estado no financiamento das empresas em recuperação judicial, que, via de regra, não possuem as indigitadas certidões. E, para agravar esse cenário, não há, até o momento, lei que regule o parcelamento especial dos créditos tributários contra empresas em crise,³³⁵ o que permitiria a obtenção das certidões positivas com efeito de negativas, disciplinadas no art. 206 do Código Tributário Nacional. Disso se conclui que a participação estatal no financiamento de empresas combalidas, caso exista, será exceção à regra.³³⁶

³³⁴ Art. 52, inciso II, LRE. Cumpre notar também que o art. 31, inciso II, da Lei n. 8.666/93 determina que a qualificação econômico-financeira dos participantes de licitações seja comprovada mediante apresentação de certidões negativas de falência e concordata (leia-se recuperação judicial).

³³⁵ Cumpre salientar que, em 27 de junho de 2012, o Conselho Nacional de Política Fazendária – CONFAZ publicou o Convênio ICMS n. 59, ratificado em 16 de julho de 2012, por meio do qual os estados e o Distrito Federal ficam autorizados a conceder parcelamento de débitos de empresas em recuperação judicial, até o limite de oitenta e quatro meses. Não há previsão para concessão de deságios ou remissão de multas e juros, tornando o programa pouco eficiente para a recuperanda.

³³⁶ Acerca do tema, anote-se passagem de decisão monocrática proferida pelo Min. Ari Pargendler, relacionada a pedido de liberação de créditos de exportação financiada pela União com recursos do PROEX: “[a] Lei nº 11.101, de 2005, não contempla entre os meios de recuperação judicial a utilização incondicionada de incentivos ou benefícios creditícios. Pelo contrário, o art. 52, II, dispensa a empresa sujeita à recuperação judicial de apresentar certidões negativas para o exercício de sua atividade, ‘exceto para contratação com o Poder Público ou para recebimento de benefícios ou incentivos fiscais ou creditícios’. [...] Nem se diga, como fez a decisão impugnada, que o disposto no art. 52, II da Lei nº

Rachel Sztajn³³⁷ sustenta que a exigência de certidões negativas para a concessão de benefícios ou incentivos fiscais e creditícios oriundos do Poder Público atende ao princípio da moralidade da administração pública e se justifica pela alta relação custo-benefício entre o uso de recursos públicos e o bem-estar gerado por tais benefícios ou incentivos. Considerando o risco de quebra da empresa em recuperação judicial, não haveria, segundo a Professora, vantagens à comunidade proporcionais à livre destinação desses recursos para salvar tais entidades, o que abriria espaço a oportunismos e custos sociais indesejáveis.

Os obstáculos existentes à participação estatal no financiamento de empresas em recuperação judicial corroboram a assertiva proposta por Vera Helena de Mello Franco,³³⁸ segundo a qual o Estado, por meio de incentivos, subvenções e estímulos, deveria contribuir, ao lado dos particulares, para que a empresa realizasse sua função social. Em verdade, da forma como a LRE se configura, transfere-se o custo social da recuperação da empresa aos credores.

Vale lembrar, ainda, que o art. 26 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n. 101/2000) prevê que a destinação de recursos públicos ao setor privado visando, direta ou indiretamente, cobrir necessidades de pessoas físicas ou déficits de pessoas jurídicas, deverá atender a três requisitos, a saber: (a) autorização por lei específica, (b) observância das condições estabelecidas na lei de diretrizes orçamentárias; e (c) previsão no orçamento anual ou em seus créditos adicionais. O dispositivo abrange a concessão de empréstimos, financiamentos e refinanciamentos, subvenções e participação no capital social de empresas, aplicando-se a toda administração indireta, excetuados as instituições financeiras e o BACEN no exercício de suas atribuições precípua.

A despeito disso, alguns argumentos podem ser ventilados em favor da participação do Estado no financiamento de empresas em crise. O primeiro deles é o suprimento da carência dessa espécie de financiamento, especialmente em épocas de contração econômica, colaborando para o salvamento de importantes entidades e empregos. Além disso, o Estado pode beneficiar os contribuintes ao auferir receita extra com a cobrança de

11.101, de 2005, está vinculado à 'exigência, para o deferimento da recuperação judicial, das certidões negativas de débitos tributários (art. 57) que, em atenção à própria finalidade da recuperação judicial e ao fato notório de ser o inadimplemento das obrigações tributárias a primeira consequência da crise econômico-financeira enfrentada pela devedora, vem sendo dispensada pela Câmara Reservada à Falência e Recuperação' (fl. 126). Uma coisa é facilitar a recuperação judicial; outra coisa é obrigar o credor a financiar o devedor." (STJ. SLS 1.301/SP. Relator: Min. Presidente Ari Pargendler. j. 26 out. 2010. DJe 28 out. 2010).

³³⁷ In: SOUZA JUNIOR..., p. 259.

³³⁸ A função..., p. 135.

tarifas e taxas de juros, a depender do montante emprestado. Contudo, esta vantagem pressupõe a existência de um panorama de relativa segurança para investimentos dessa natureza.³³⁹

O auxílio por parte do Estado poderia acontecer de maneira indireta, mediante incentivos a credores dispostos a financiar empresas em crise, ou pela prestação de assistência direta ao devedor na obtenção de novos créditos junto a terceiros.³⁴⁰

Ressalte-se que a participação do Estado nesse mercado poderia ser contestada diante do custo gerado ao contribuinte, o qual estaria à mercê de empresas sabidamente em crise, a despeito do baixo risco que o financiamento eventualmente possa apresentar diante dos mecanismos legais e contratuais existentes.

Outra dificuldade reside na escolha das empresas que farão jus ao financiamento, decisão essa que pode ser tomada sob a influência de movimentos lobistas custeados pelas próprias empresas em crise, o que agrava ainda mais sua situação.³⁴¹ Ademais, o ingresso de vultosos recursos estatais na economia poderia, para alguns,³⁴² conduzir a um rápido aumento da inflação, afetando por conseguinte o próprio mercado de financiamento de empresas em crise.

Algumas vozes defendem que, quando o Estado entender pela relevância social da empresa em crise e lhe conceder novos créditos, as condições negociadas devem ser parelhas às praticadas pelo mercado e o tratamento legal deve ser uniforme para governo e financiadores privados.³⁴³

³³⁹ Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. **Freefalling**..., p. 1219.

³⁴⁰ Na China, conforme notícia Yongqing Ren, há recentes experiências nesse sentido, em que o governo forneceu grande auxílio à recuperação de cinco subsidiárias de uma empresa estrangeira, localizadas na cidade de *Changshu*, cujo processo de recuperação tinha como administrador judicial a firma de advocacia *Jiangsu Zhuhui*. O governo chinês contribuiu para a recuperação ajudando o devedor a obter novos financiamentos para pagar salários dos trabalhadores e evitar que os credores promovessem corridas pelos seus ativos. (The "Control Model" in Chinese Bankruptcy Reorganization Law and Practice. **85 Am. Bankr. L.J.**, 2011, p. 188).

³⁴¹ Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. **Freefalling**..., p. 1220-1221.

³⁴² Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. **Freefalling**..., p. 1225-1226.

³⁴³ Yongqing Ren esclarece: "[w]here a corporation has entered into the reorganization proceeding and the government considers that it should be reorganized because it is economically efficient or that keeping it alive has special value to the public, the government may participate in the reorganization as a new financier and become the new creditor or new shareholder of the reorganized debtor. In these circumstances, bankruptcy law should be applied equally to the government's participation. For instance, the new financing provided by the government should go through the same pricing procedure as that provided by a market party. Where rehabilitation is economically efficient, the government may participate as a market financier and may make a profit from its investment. Where rehabilitation is economically inefficient, government bears the cost of keeping the corporation alive and protecting the public interest." (**The "Control Model"**..., p. 191). Tradução nossa: "[q]uando uma empresa entra em processo de recuperação e o governo considera que ela deve ser recuperada por ser economicamente eficiente ou porque mantê-la viva tem um valor especial para o público, ele pode participar da reorganização como um novo financiador e se tornar um novo credor ou acionista do devedor recuperado.

De mais a mais, a devida cautela se faz necessária quando o Estado credor encontra-se em posição de preponderância, pois conta com enorme poder de pressão exercido por mecanismos de fixação de preço, de crédito oficial, celebração de novos contratos e benefícios fiscais.³⁴⁴

O socorro financeiro às empresas em crise pode atingir níveis supranacionais. Alan Schwartz³⁴⁵ informa que muitos países europeus recorrem à Direção Geral da Concorrência da Comissão Europeia para a aprovação de subsídios a empresas importantes que atuam em seu território e passam por dificuldades, o que geralmente é aprovado quando o órgão entende que a empresa é ou pode se tornar viável, ao contrário dos Estados Unidos, onde o mercado de crédito é quem decide, via de regra, pela extensão ou não de liquidez à empresa.

A crise financeira internacional, deflagrada no ano de 2008, trouxe consigo uma inédita intervenção no mercado financeiro pelo *Federal Reserve System* (FED) e pelo Tesouro dos Estados Unidos, a qual teve início com as operações de salvamento do *Bear Stearns* no início daquele ano. Estratégias distintas foram adotadas para cada situação, com variados graus de ajuda com recursos dos contribuintes. No caso do *Bear Stearns*, uma incorporação foi incentivada mediante a aprovação de uma linha de crédito de US\$ 30 bilhões ao adquirente, o *JP Morgan Chase*.³⁴⁶ Já no caso da seguradora *AIG*, o FED concedeu um substancial empréstimo diretamente à empresa, no valor de US\$ 85 bilhões, pelo qual o governo norte-americano se tornou um de seus acionistas.³⁴⁷ Diferentemente, ao *Lehman Brothers* o FED não concedeu qualquer quantia, acarretando a quebra daquela tradicional instituição financeira e o início da crise econômica e financeira que se seguiu no mundo inteiro.³⁴⁸

Nestas circunstâncias, a lei falimentar deveria ser aplicada à participação do governo nas mesmas condições. Por exemplo, o novo financiamento concedido pelo governo deveria passar pelo mesmo procedimento de precificação oferecido por um agente do mercado. Quando a recuperação for economicamente eficiente, o governo pode participar como um financiador de mercado e lucrar com seus investimentos. Quando a recuperação for economicamente ineficiente, o governo suporta o custo de manter a empresa em atividade e proteger o interesse público.”

³⁴⁴ Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 91.

³⁴⁵ **A normative...**, p. 1205-1206.

³⁴⁶ Cf. ANDREWS, Edmund L. Fed Acts to Rescue Financial Markets. **The New York Times**, Washington, 17 Mar. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/03/17/business/17fed.html>>. Acesso em: 12 dez. 2010.

³⁴⁷ Cf. ANDREWS, Edmund L. Fed rescues AIG with \$85 billion loan for 80% stake. **The New York Times**, Washington, 17 Sept. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/09/17/business/worldbusiness/17iht-17insure.16217125.html>>. Acesso em: 12 dez. 2010.

³⁴⁸ Cf. AYOTTE, Kenneth; SKEEL, JR., David A. **Bankruptcy...**, p. 469-470.

Kenneth Ayotte e David A. Skeel, Jr.,³⁴⁹ dissertando sobre tais operações de resgate, acreditam que a falência seria preferível a um tratamento *ad hoc* para evitá-la, caracterizado pela concessão de empréstimos de salvamento às pressas, pois essa prática aumentaria a incerteza, os custos do *moral hazard* e desincentivaria os agentes privados a solucionar a crise antes que ela se torne irremediável. Para os autores, essas medidas criaram custos significativos, que vão muito além dos custos ao contribuinte, e não justificaram a política adotada. Ressaltam que a lei norte-americana confere uma série de vantagens às empresas em crise que ajudam a preservar seu valor, aloca direitos de controle aos sócios e exerce um papel mais efetivo ao lidar com o *moral hazard* do que o dinheiro dos contribuintes exerceu às vésperas da quebra.

O socorro público durante a crise de 2008 não se restringiu apenas a algumas instituições financeiras, mas abrigou também tradicionais empresas da indústria automobilística, como a *Chrysler*. O Tesouro dos Estados Unidos e o Governo do Canadá, que haviam emprestado US\$ 4 bilhões antes do pedido de recuperação, concordaram em conceder mais US\$ 5 bilhões para financiar a recuperação e outros US\$ 6 bilhões para a empresa sair da recuperação (operação denominada *exit financing*, sobre a qual trataremos adiante). Na ocasião, a ajuda dos governos norte-americano e canadense foi substancial, mas ocorreu em condições não comerciais e com viés político. Embora tenha durado somente quarenta e dois dias, o processo de recuperação foi, segundo alguns,³⁵⁰ obscuro e não trouxe os principais mecanismos utilizados para legitimá-lo: uma avaliação judicial, uma negociação em condições de mercado (*arm's lenght*) com os credores e um genuíno teste de mercado.³⁵¹

6.3.3 O financiamento entre empresas do mesmo grupo e a insolvência transfronteiriça

³⁴⁹ **Bankruptcy...**, p. 471-472.

³⁵⁰ Cf. ROE, Mark J.; SKEEL, JR., David A. Assessing the Chrysler Bankruptcy. **Michigan Law Review**, v. 108, Mar. 2010, p. 733.

³⁵¹ Não é a primeira vez que a *Chrysler* recebe auxílio estatal para superar problemas financeiros. No fim da década de 1970, após pressões políticas de credores, trabalhadores e fornecedores, pautadas por diversos comícios e campanhas, o Congresso norte-americano aprovou a concessão de garantia governamental a empréstimos para que a empresa pudesse reestruturar suas dívidas. Em parte, o Congresso se apoiou no fato de que a crise havia se instalado num período de transição entre o antigo e o novo diploma falimentar daquele país, de 1978, o qual ainda não havia sido testado. Nem por isso a medida restou incólume a críticas (cf. WARREN, Elizabeth. **Bankruptcy Policymaking...**, p. 365-367).

Neste ponto, o primeiro problema que se coloca é saber em que medida ativos de um grupo de empresas localizados em determinado país podem servir de garantia em financiamentos concedidos a empresa do mesmo grupo localizada em outro país e que esteja em recuperação judicial. Essa alternativa pode impulsionar a obtenção de novos créditos, mas levanta uma série de questões, como a prioridade que deve ser dada ao credor.

Alguns grupos criam SPEs para melhor gerenciar o risco na aquisição e financiamento de ativos específicos. Em outros casos, as empresas de um mesmo grupo se financiam mutuamente, utilizando como garantias recebíveis de curto prazo cedidos de uma empresa à outra.

Para viabilizar o financiamento internacional intragrupo, é necessária uma estratégia integrada entre os múltiplos juízos atuantes no caso concreto. Entretanto, pode acontecer que os ordenamentos envolvidos deem graus de prioridade e tratamentos distintos ao financiamento de empresas em crise. Essa limitação pode ser mitigada com a outorga de garantias cruzadas entre as empresas, de modo que cada empresa do grupo garanta as obrigações das demais. Com tal estratégia, o credor pode focar sua análise na posição consolidada das empresas, ao invés de analisar as demonstrações de cada uma delas e suas subsidiárias.³⁵²

Além da questão transfronteiriça, vale notar que, caso o financiamento ou suas garantias sejam concedidos por uma empresa do mesmo grupo que não esteja em recuperação judicial, a empresa solvente pode ter interesse na estabilidade financeira de sua coligada, de outras empresas do grupo ou do grupo como um todo, para garantir sua própria estabilidade financeira e a continuação de seus negócios, especialmente se eles estiverem altamente integrados com as atividades das empresas em recuperação, o que é comum nos casos de verticalização da produção.³⁵³

Operações dessa natureza levantam outras questões, como o possível tratamento especial por terem ocorrido entre partes relacionadas e a revogação ou ineficácia perante os credores da empresa financiadora ou garantidora, caso seja decretada sua quebra. Muitos dos problemas surgidos no financiamento entre empresas do mesmo grupo poderiam ser solucionados no âmbito do plano de recuperação, com a participação e aprovação dos

³⁵² Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 590.

³⁵³ Cf. UNCITRAL. Working Group V (Insolvency Law). **UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law**: Part Three: Treatment of enterprise groups in insolvency. Thirty-eighth session, A/CN.9/WG.V/WP.92, New York: 19-23 Apr. 2010, p. 32. Disponível em: <http://www.uncitral.org/uncitral/en/commission/working_groups/5Insolvency.html>. Acesso em: 20 dez. 2011.

demais credores. Entretanto, a necessidade de novos recursos é, via de regra, premente, e não pode aguardar pela aprovação do plano.³⁵⁴

Já o financiamento concedido ou as garantias outorgadas por outra empresa do mesmo grupo que também está em recuperação judicial, além de não se coadunar com o estado de crise das empresas, têm que passar, no Brasil, pelo crivo do administrador judicial e do comitê de credores, pois, além de serem empresas do mesmo grupo, há um potencial prejuízo às operações e aos demais credores, podendo ensejar inclusive o afastamento dos administradores da empresa.³⁵⁵ Contudo, pode haver hipóteses, embora remotas, nas quais essas operações seriam não apenas possíveis, mas desejáveis, especialmente quando os interesses do grupo são tomados em conjunto. Nesses casos, deve-se avaliar em que medida as operações beneficiam a continuidade dos negócios e, em última análise, favorecem os credores de ambas as empresas. Ainda, eventual sacrifício de uma das empresas em prol da outra deve ser sopesado tendo em conta o resultado global para todas elas, considerando-se uma justa distribuição entre eventuais prejuízos de curto prazo e ganhos no longo prazo.³⁵⁶

Num caso ou noutro, o interesse do financiador do mesmo grupo deve visar muito mais o resultado da recuperação para o grupo e para os demais interessados do que os ganhos de curto prazo, especialmente quando as atividades do grupo são altamente integradas.³⁵⁷ De todo modo, é importante considerar também a disponibilidade ou não de alternativas de financiamento, se os credores foram devidamente identificados e qual o impacto da operação para eles, os valores emprestados, o grau de confiança nos

³⁵⁴ Cf. UNCITRAL. Working Group V (Insolvency Law). **UNCITRAL**..., p. 33.

³⁵⁵ Art. 64, inciso III, alíneas “a” e “c”, LRE.

³⁵⁶ Cf. UNCITRAL. Working Group V (Insolvency Law). **UNCITRAL**..., p. 34.

³⁵⁷ Cf. UNCITRAL. Working Group V (Insolvency Law). **UNCITRAL**..., p. 36. Janis Sarra traz um exemplo de financiamento de empresas do mesmo grupo ocorrido no caso *In re InterTAN Canada Ltd.*, processo no qual o Tribunal Superior de Ontário aprovou um *DIP financing* cujos termos exigiam que o devedor outorgasse garantias à sua matriz norte-americana em recuperação sob o *Chapter 11*. O Tribunal manifestou sua preocupação com a comunicação aos credores acerca do uso de ativos do devedor para que uma empresa do grupo obtivesse financiamento e notou que, se o devedor requer tamanho auxílio logo no início do processo, com pouca ou nenhuma comunicação, deve comprovar os motivos para tal pedido. Ausente a demonstração desses motivos, não haveria expectativas de que o pedido pudesse ser deferido. Contudo, o financiamento foi aprovado, com o fundamento de que o potencial de valorização das operações em funcionamento era preferível à liquidação da empresa, não obstante a transferência de ativos do devedor a outras empresas do grupo. Além da perspectiva de continuidade dos negócios, o juiz levou em conta a manutenção de mais de três mil empregos, os benefícios que a preservação das atividades traria a terceiros interessados, o fato de que alguns credores não seriam afetados pelos procedimentos da lei concursal e a criação de uma garantia aos credores quirografários que lhes concedeu algum grau de proteção (**Financing**..., p. 591-592).

administradores do devedor e a perspectiva de recuperação proporcionada pelo novo crédito.³⁵⁸

Para a UNCITRAL,³⁵⁹ quando várias empresas do mesmo grupo estiverem em recuperação judicial, as legislações concursais deveriam permitir o financiamento entre elas, bem como a outorga de garantias reais ou pessoais no financiamento concedido a outra empresa do grupo por terceiros. No entanto, essas operações deveriam ser autorizadas somente quando o administrador judicial da empresa financiadora ou garantidora entender que elas são necessárias para a continuidade do negócio ou para a preservação ou aumento do valor dos ativos da empresa financiadora e que quaisquer prejuízos dos credores desta empresa, advindos da respectiva operação, sejam compensados pelo benefício a ser obtido com o financiamento. O estudo da UNCITRAL conclui que a lei também pode exigir a autorização do juiz e o prévio consentimento dos credores para que a operação seja realizada, bem como que seja determinado o grau de prioridade do novo crédito.

A lei brasileira impõe alguns óbices aparentes para o financiamento entre empresas de um mesmo grupo, estejam elas em recuperação judicial ou não. Conforme já tratamos,³⁶⁰ na falência, a depender do entendimento seguido, os créditos dos sócios do falido podem ser indistintamente classificados como subordinados e não há direito de voto em eventuais assembleias de credores. Por outro lado, o art. 67 confere extraconcursalidade às obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, sem expressar qualquer distinção entre a natureza dessas obrigações ou a pessoa dos novos credores.³⁶¹ Temos que a solução a essa aparente antinomia está novamente na distinção entre a natureza dos créditos dos sócios do falido, de maneira que somente devem ser tratados como subordinados, na falência, os assim previstos em lei ou contrato ou aqueles decorrentes do exercício, pelo sócio, de cargo na administração.³⁶² Portanto, os créditos concedidos por uma empresa a outra da qual seja sócia devem ser classificados como extraconcursais caso haja convolação em falência, sem prejuízo de eventual verificação quanto à origem e legalidade desses créditos, a ser apurada pelo administrador judicial ou denunciada por qualquer dos credores, pelo comitê ou pelo próprio devedor.

³⁵⁸ Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 593.

³⁵⁹ UNCITRAL. Working Group V (Insolvency Law). **UNCITRAL...**, p. 37-38.

³⁶⁰ Ver 6.1.1 (nota).

³⁶¹ Vale ressaltar o escólio de Fábio Ulhoa Coelho, para quem somente os créditos provenientes de negócios jurídicos surgidos durante a processo gozam da extraconcursalidade prevista na LRE, pois eles colaboraram com a recuperação (**Comentários...**, p. 261).

³⁶² Art. 83, inciso VIII, alíneas “a” e “b”, LRE.

De outra forma, se o financiador for sociedade coligada, controladora ou controlada da recuperanda, não terá direito de voto nas assembleias de credores havidas na eventual falência, conforme diz a LRE.³⁶³ Uma leitura mais cuidadosa do dispositivo necessariamente remete mais uma vez à distinção entre as relações jurídicas das quais derivam os financiamentos, as quais possuem naturezas distintas da mera participação, direta ou indireta, no capital social da recuperanda, sobre a qual incidiria a restrição em apreço. Por isso, em que pese entendimento em sentido contrário,³⁶⁴ defendemos que o financiador de empresas em crise que se enquadre em alguma dessas situações pode votar nas assembleias de credores realizadas na falência, desde que não tenha interferido na elaboração do plano de recuperação judicial. Ademais, não nos parece haver dúvidas de que alguns desses credores serão necessariamente tratados como extraconcursais, pois a classificação como subordinado somente se aplicaria, em tese, aos créditos de sócios,³⁶⁵ excluídos assim os casos de sociedades controladas ou coligadas, que não serão sócias da empresa falida. Valem também as considerações sobre o art. 83 feitas em 6.1.1 *retro*.

6.4 O financiamento das empresas em crise antes do início do procedimento concursal

O *Legislative Guide on Insolvency Law* da UNCITRAL³⁶⁶ recomenda que já no estágio inicial da crise a empresa recorra a novos financiamentos, o que pode acontecer mesmo no período entre a elaboração da petição inicial e o início do procedimento. Não obstante, referido documento alerta para a necessidade de um adequado tratamento legal desses créditos, sob pena de se incorrer em questionamentos que envolvem desvios de poder dos administradores, revogação do negócio e mesmo responsabilização da empresa e dos credores por eventuais prejuízos causados à massa.

³⁶³ Art. 43, *caput* e parágrafo único, LRE. Em igual situação estão o financiador que tiver sócio ou acionista com participação superior a dez por cento do capital social da recuperanda ou em que a recuperanda ou algum de seus sócios detenham participação superior a dez por cento do capital social, ou ainda se for cônjuge ou parente, consanguíneo ou afim, colateral até o segundo grau, ascendente ou descendente do devedor, de administrador, do sócio controlador, de membro dos conselhos consultivo, fiscal ou semelhantes da sociedade devedora.

³⁶⁴ Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários...**, p. 165-166.

³⁶⁵ Art. 83, inciso VIII, alínea “b”, LRE.

³⁶⁶ **Legislative Guide...**, p. 114.

Barry E. Adler³⁶⁷ aduz que as regras de nulidade dos negócios realizados em estados de insolvência desencorajam investimentos em projetos de valor presente negativo pela proibição de outorga de garantias para dívidas anteriores e pela vedação de execução de compromissos que permitem captação de novos recursos em estágios pré-falimentares antes do vencimento dos débitos existentes. Essas vedações aumentam o custo do capital para uma empresa insolvente e desencorajam investimentos excessivamente arriscados. Entretanto, elas não fazem distinção entre projetos inviáveis e projetos que podem se tornar viáveis desde que sejam oferecidas garantias aos créditos anteriores e prioridades de pagamento aos novos créditos. Em suma, as regras de anulabilidade de operações em estado pré-falimentar, embora diminuam o problema do chamado superinvestimento, aumentam os problemas de subinvestimento, sobre os quais falaremos adiante.³⁶⁸

Tratando do contexto norte-americano, David A. Skeel, Jr.³⁶⁹ anota que, no momento em que a empresa ingressa com pedido de recuperação, normalmente já existe um empréstimo previamente acordado com algum credor e que aguarda somente aprovação do pedido pelo juiz. Assim, quando as empresas estão à beira da crise, os credores condicionam a liberação de novos recursos ao pedido de guarida sob algum dos procedimentos do *U.S. Bankruptcy Code*, para adquirir a prioridade prevista na § 364 daquele diploma, de maneira que o financiamento já é concedido logo no início do processo. Do contrário, ingressar com o pedido de recuperação sem possuir um financiamento acordado trará problemas, pois o devedor precisa de dinheiro em caixa para atender às suas necessidades mais imediatas.³⁷⁰

³⁶⁷ A Re-Examination of Near-Bankruptcy Investment Incentives. **62 U. Chi. L. Rev.**, 1995, p. 577.

³⁶⁸ Todavia, o autor faz a seguinte ressalva: “[...] *the prospect of an insolvent firm's inviability combined, where relevant, with the impotence of new priority to mitigate underinvestment makes it plausible to assume that preference avoidance does more good than harm for most firms.*” (**A Re-Examination...**, p. 604). Tradução nossa: “[...] a perspectiva de inviabilidade de uma empresa insolvente combinada, quando for o caso, com a importância da nova prioridade para mitigar o subinvestimento torna plausível supor que a anulação de preferências traz mais benefícios do que prejuízos à maioria das empresas.”

³⁶⁹ **The past...**, p. 1917-1918.

³⁷⁰ Cf. SCHWARCZ, Steven L. The Easy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy. **Duke Law Journal**, v. 47, n. 3, Dec. 1997, p. 459. A assertiva é confirmada pelo juiz norte-americano Barry Russell, segundo o qual mais de noventa por cento das situações de obtenção de créditos e utilização de garantias em dinheiro (*cash collateral*) nos Estados Unidos acontecem no início do processo (Symposium: Bankruptcy in the New Millennium: Panel Two: Debtor-In-Possession Financing In Mega-Cases: Transcript Of Proceedings, **39 Sw. L. Rev.**, 2010, p. 648). De fato, são comuns as notícias acerca negociações entre empresas e instituições financeiras envolvendo empréstimos a serem concedidos logo após o ingresso com o pedido de recuperação judicial, para manter as atividades durante o processo. Um exemplo recente dessas negociações envolve a gigante *Eastman Kodak Co.*, que estaria em negociação com grandes bancos, como *J.P. Morgan Chase & Co.*, *Citigroup Inc.* e *Wells Fargo & Co.*, para uma futura obtenção de *DIP financing* (cf. SPECTOR, Mike; MATTIOLI, Dana. Kodak Teeters on the Brink. **The Wall Street Journal**, New York, 5 Jan. 2012. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203471004577140841495542810.html>>). Acesso em:

Para evitar esses inconvenientes, logo quando ingressam com o pedido sob o *Chapter 11*, as empresas norte-americanas pedem autorização judicial para obter novas linhas de crédito ou renovar as linhas preexistentes.³⁷¹

A mesma necessidade de caixa existe no período entre o ingresso com o pedido de recuperação judicial e o deferimento do processamento da recuperação, denominado procedimento preliminar.³⁷² Em muitos casos, o mero pedido configura evento de inadimplemento contratual, fazendo com que os credores encerrem as linhas de crédito existentes e exijam o pagamento dos valores em aberto, caso não se trate de créditos sujeitos aos efeitos da recuperação. Nas legislações em que o procedimento não se inicia automaticamente a partir do ingresso com o pedido, tal como no Brasil, o tempo que transcorre entre o protocolo do pedido e o deferimento do processamento nem sempre é curto, de modo que a disponibilidade ou não de financiamento nesse período pode ser crucial para o resultado do processo de recuperação.³⁷³

A ausência de um tratamento claro e preciso ao financiamento concedido durante o procedimento preliminar afasta os credores e, caso concedido, pode ser objeto de questionamento e eventual responsabilização do devedor ou até mesmo do credor. Para afastar esses inconvenientes, a lei deveria expressamente autorizar o financiamento durante esse período, inclusive sujeitando-o a autorização judicial em sede cautelar, conferindo aos credores, preexistentes ou não, a segurança e os incentivos necessários à outorga desse crédito.³⁷⁴

No Brasil, andou mal o legislador ao se referir, no art. 67, somente aos créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor “durante a recuperação judicial”, os quais serão extraconcursais em eventual convolação em falência, tal como detalharemos na seção 8.

06 jan. 2012). Confirmando a assertiva, em 19 de janeiro de 2012, a Kodak ingressou com pedido sob o *Chapter 11*, pleiteou e obteve autorização para um *DIP financing* interino do Citigroup, da ordem de US\$ 650 milhões (cf. KODAK. **Chapter 11 Reorganization**. Disponível em: <http://www.kodak.com/ek/US/en/Kodak_Transforms/Home.htm>. Acesso em: 23 jul. 2012).

³⁷¹ À guisa de exemplo, a *American Airlines, Inc.* ingressou com o pedido em 29 de novembro de 2011 e requereu autorização para renovar ou substituir cartas de crédito e fianças, cobertos por garantias em dinheiro (*cash collateral*) essenciais ao pagamento de tributos, operações internacionais, obrigações contratuais, combustíveis, tarifas aeroportuárias e demandas de clientes. Uma ordem interina autorizando a obtenção de crédito foi concedida no mesmo dia (conforme *Interim Order*, disponível em: <http://www.amrcaseinfo.com/pdf/lib/51_15463.pdf>. Acesso em: 16 jan. 2012).

³⁷² Conforme expressão utilizada por LOBO, Jorge. **Comentários à Lei...**, p. 210 (nota).

³⁷³ Cf. UNCITRAL. Working Group V (Insolvency Law). **UNCITRAL...**, p. 30.

³⁷⁴ Cf. UNCITRAL. Working Group V (Insolvency Law). **UNCITRAL...**, p. 30. Esse posicionamento está em consonância com a Recomendação n. 39 do *Legislative Guide on Insolvency Law* da UNCITRAL, segundo o qual a lei deveria prever a possibilidade de concessão, pelo juiz, de medidas provisórias visando proteger e preservar o valor dos ativos do devedor ou os interesses dos credores durante o procedimento preliminar (cf. UNCITRAL. **Legislative Guide...**, p. 99-100).

Alguns estudos empíricos³⁷⁵ realizados nos Estados Unidos apontam que, antes de ingressar com o pedido, diversas empresas já contratam financiamentos via linhas de crédito rotativo, garantidas pela maior parte ou mesmo pela totalidade dos ativos do devedor, impedindo-o de obter novos financiamentos sem oferecer “adequada proteção” aos titulares dessas garantias, o que representa uma medida do controle que esses credores exercem sobre as empresas em crise naquele país.

A despeito da hipótese ora tratada, consoante ensinam Stuart Slatter e David Lovett,³⁷⁶ uma vez iniciado o processo de recuperação judicial, o financiamento à empresa se faz necessário no curto ou no longo prazo, sob diversas formas.³⁷⁷

6.5 O financiamento de curto prazo ou “financiamento-ponte”

O financiamento de curto prazo ou “financiamento-ponte” serve para garantir a sobrevivência da empresa durante o período em que o plano de recuperação estiver sendo desenvolvido e ela começa a reconstruir a credibilidade com seus parceiros negociais.³⁷⁸ Trata-se de questão de fundamental importância para conservar a atividade da empresa em recuperação e manter a perspectiva de continuidade do negócio, ainda que por um terceiro.³⁷⁹

³⁷⁵ Cf. AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. *Creditor Control and Conflict* in Chapter 11. **Columbia Univ. Ctr. For Law and Econ. Research Paper No. 321; Northwestern Univ. Law Sch. Law & Econ. Research Paper Series, Paper No. 08-16**, July 2008 p. 14-15. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081661>. Acesso em: 15 jul. 2012.

³⁷⁶ **Como recuperar...**, p. 280.

³⁷⁷ Acerca das formas que assume o *DIP financing* nos Estados Unidos, George G. Triantis assevera que, com base na § 364, os tribunais daquele país autorizam diversas espécies de financiamento, como abertura de linhas de crédito, empréstimos a termo certo, cartas de crédito e notas promissórias, operações essas cujos documentos assemelham-se a empréstimos para empresas solventes e incluem condições, declarações, garantias, obrigações positivas e negativas, além de diversos eventos de inadimplemento. (**A Theory...**, p. 919 (nota)).

³⁷⁸ Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 283-284. Os autores mencionam outras estratégias para geração de caixa de curto prazo, tais como redução de contas a receber, prorrogação de prazo com credores, redução de estoques, interrupção ou redução de despesas planejadas (**Como recuperar...**, p. 130). Além disso, a empresa tem, como meios a para recomposição do equilíbrio financeiro de curto prazo, a redução de custos, o aumento da capacidade de geração de receitas, a venda de ativos e a realização de novos investimentos (cf. MILITELLI, Marco. *Prática da gestão para recuperação de empresas em dificuldades*. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 438-439).

³⁷⁹ A alienação do negócio a terceiros vem sendo cada vez mais comum nos Estados Unidos. Estudos empíricos mostram que aproximadamente dois terços das grandes crises empresariais ocorridas no início da década passada foram resolvidos com a venda da empresa, ao invés da renegociação dos débitos com

Nessa fase, a necessidade de recursos financeiros é agravada por dois motivos, os quais já mencionamos. Primeiro, durante a crise, os fornecedores exigem pagamento à vista ou em condições menos favoráveis ao devedor do que aquelas ordinariamente utilizadas. Segundo, parte dos clientes, lamentavelmente, vale-se da posição de fragilidade da empresa para retardar os pagamentos devidos.³⁸⁰ Para piorar esse cenário, quando o devedor ingressa com o pedido de recuperação, geralmente apresenta poucos ou nenhum bem desonerado, incluindo seus recebíveis, pelo que a necessidade de novos recursos para manter as atividades é urgente.³⁸¹

O apoio financeiro nessa fase deve se ater ao mínimo necessário para sanar as necessidades de caixa da empresa, devendo os administradores, em alguns casos, equilibrá-las com eventuais metas de resultados e outros compromissos operacionais exigidos pelos credores.³⁸²

Para organizar a obtenção de financiamento de curto prazo, a administração da empresa em crise deve:³⁸³

a) Estabelecer sua posição financeira, com um retrato do passivo circulante em relação a todos os credores, segundo suas respectivas classes, bem como entender cada linha de crédito eventualmente existente em relação a cada fornecedor e financiador. Nesta etapa, apura-se o caixa disponível para a empresa, que revelará a necessidade de financiamento no período em que é preparado o plano de recuperação e acordada uma reorganização financeira de longo prazo.

b) Projetar suas possíveis perspectivas, mediante a aferição da real possibilidade de se desenvolver um plano viável, que possibilite o apoio na captação de recursos. Se o plano não se mostrar viável, quer porque foi mal elaborado, quer porque a empresa não apresenta condições de se recuperar, os credores poderão optar pela falência. Por isso os administradores devem documentar e fundamentar de maneira clara as decisões tomadas

base no plano de recuperação (Cf. AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. **Creditor Control...**, p. 25). Segundo informam Kenneth Ayotte e David A. Skeel, Jr., crises como a da *General Motors*, *Chrysler* e *Lehman Brothers* tiveram como resultado a venda dos ativos sob a § 363 do *Title 11* do *US Code*. Neste último caso, os autores lembram que as operações do banco na América do Norte foram alienadas ao *Barclays* e a venda foi rapidamente aprovada pelo tribunal. Até a aprovação, o *Barclays* concedeu um empréstimo de US\$ 450 milhões ao *Lehman Brothers* para manutenção das atividades até a concretização da compra. Já no caso da *Chrysler*, houve financiamento das atividades e da aquisição da *Chrysler* pela Fiat e por outros credores (**Bankruptcy...**, p. 476-481).

³⁸⁰ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida...**, p. 41.

³⁸¹ Essa circunstância, segundo alguns autores, favorece o credor preexistente titular de garantia, que possui um direito real frente ao devedor e maior conhecimento acerca dele em relação a potenciais financiadores (cf. ADLER, Barry E.; CAPKUN, Vedran; WEISS, Lawrence A. **Destruction of Value...**, p. 9).

³⁸² Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 135.

³⁸³ Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 283-284.

na elaboração do plano, embora revisões periódicas possam ser necessárias até que a recuperação da empresa esteja consolidada.

c) Buscar o suporte no curto prazo junto aos credores e fornecedores, pautando-se pela abertura e transparência quanto à sua real situação. Alguns elementos são essenciais nessa etapa, como o acordo de um prazo factível para pagamento, a negociação com atuais fornecedores, a minimização da quantia a ser fornecida, a resistência às imposições dos credores e a obtenção de um entendimento quanto às alternativas disponíveis.

O grande problema dessa etapa inicial está na dificuldade para os financiadores elaborarem um juízo acerca da viabilidade da empresa, que somente será demonstrada, teoricamente, com a apresentação do plano de recuperação judicial, acompanhado de um laudo econômico-financeiro e de avaliação de bens, segundo preconiza o art. 53, incisos II e III, da LRE. Alguns autores consideram que, sob a perspectiva do credor, mais importante do que aferir a viabilidade da empresa nesse primeiro estágio é saber se ela possui uma “massa crítica” que possibilite sua sobrevivência durante a recuperação por um razoável período de tempo.³⁸⁴

De todo modo, como nesse primeiro momento existem, em tese, dificuldades para se aferir com precisão a viabilidade da empresa, há um evidente risco de que novos endividamentos reduzam as perspectivas de satisfação dos credores submetidos aos efeitos da recuperação judicial.

O problema pode ser analisado sob três perspectivas.³⁸⁵ Para o devedor, novos recursos são essenciais à manutenção das atividades e ao sucesso da recuperação. Para os credores preexistentes, o novo financiamento não pode implicar piora relativa da probabilidade de recuperação de seus créditos. Por fim, para o potencial financiador, há a preocupação quanto à própria situação de crise da empresa, de modo que não faria sentido investir nela, salvo se ele obtiver alguma vantagem ao fazê-lo, sem piorar a situação dos demais credores. Ao longo deste trabalho serão analisados os conflitos entre os interesses envolvidos.

Uma forma de superar esse problema e apresentar indícios de viabilidade está na demonstração de que existe um fluxo de caixa operacional positivo, o que sugere a existência de um “núcleo” do negócio ainda preservado e com boas perspectivas de aproveitamento durante o processo de recuperação da empresa. O problema estaria então

³⁸⁴ Cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 9.

³⁸⁵ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 141-142.

no excesso de dívidas e não na degradação do negócio principal.³⁸⁶ Daí a importância de se ter um retrato fiel do fluxo de caixa e do passivo da empresa em crise, uma das facetas da transparência essencial a todo processo de recuperação.

Igualmente, convém ao credor avaliar as ações a serem realizadas para garantir o pagamento do novo financiamento, o que está intimamente relacionado à própria administração da empresa durante o processo e às medidas que serão tomadas para manter o curso normal dos negócios e cortar despesas.³⁸⁷

Por fim, cumpre analisar o nível de comprometimento dos ativos da recuperanda,³⁸⁸ pois a existência de muitos credores com garantia, cujo pagamento seja contemporâneo ao do financiador (v.g., credores com garantia fiduciária), pode afastar o dinheiro novo, diante do risco de comprometimento do caixa e das atividades da empresa. Ao mesmo tempo, em determinados segmentos, pode haver dificuldade para avaliar os ativos da empresa, especialmente quando representados em sua maior parte por bens intangíveis.³⁸⁹

No Brasil, tal como em muitos outros países, a suspensão das ações e execuções contra o devedor a partir do decreto de falência ou do deferimento do processamento da recuperação judicial³⁹⁰ contribui para que o montante necessário à manutenção das atividades durante a crise seja menor do que aquele que seria necessário para resgatar a empresa mediante o pagamento dos credores via *exit financing*.³⁹¹

Quanto à modalidade de crédito a ser concedido nessa fase do processo, trabalhos empíricos acerca das características institucionais dos *DIP loans* nos Estados Unidos de 1988 a 1997³⁹² observaram que esses empréstimos geralmente consistem em linhas de crédito rotativo de curto prazo.³⁹³ Somente em 7% dos casos pesquisados a operação

³⁸⁶ Cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 9.

³⁸⁷ Cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 9.

³⁸⁸ Cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 10.

³⁸⁹ Essa preocupação foi notada durante a crise de diversas de empresas de internet norte-americanas (as “dot-com”), cujos ativos eram basicamente compostos por domínios, *websites*, direitos de reprodução, marcas e patentes (cf. COUSINS, Scott D. **Postpetition...**, p. 759).

³⁹⁰ Art. 6º, LRE.

³⁹¹ Nessa esteira, cf. AYOTTE, Kenneth; SKEEL, JR., David A. **Bankruptcy...**, p. 487-488.

³⁹² Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. Debtor-in-Possession Financing. **Journal of Banking and Finance**, v. 28, n. 12, 2004, p. 10-11. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=672321>. Acesso em: 01 out. 2010. Segundo levantaram os autores da pesquisa, raramente o prazo do empréstimo ultrapassa dois anos, o que se deu somente em 22% dos casos. A maioria vence em um ano ou menos (35%) ou entre um e dois anos (43%). A mediana de vencimento é de aproximadamente um ano e meio.

³⁹³ No mesmo diapasão, cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **The End...**, p. 784; e David A. Skeel, Jr., que esclarece o funcionamento desse tipo de crédito: “[i]n a revolving loan, the amounts borrowed by the debtor come due on a regular, relatively short-term basis, such as every eighteen months or two years. If the banks are satisfied that the debtor is in compliance with the terms of the loan at that point, they will roll the loan over for another term and continue to make disbursements. During the interim, moreover, the debtor is generally required to meet strict cash flow targets.” (**The past...**, p.

tomou a forma de empréstimo exigível a qualquer tempo (*loan demand*), empréstimos provisórios para quitação de determinadas obrigações ou aproveitamento de oportunidades de negócio (*bridge loan*) ou empréstimo com vencimento preestabelecido (*term loan*).³⁹⁴

Os recursos captados são normalmente destinados a atender os ciclos de fluxo de caixa e prover capital de giro para manter o negócio, com expressa vedação para a realização de investimentos, tanto que a maioria dos contratos de empréstimo examinados (63%) continha cláusulas que restringiam a utilização dos recursos captados somente a essas finalidades, enquanto alguns (22%) vedavam expressamente o emprego com propósitos gerais e outros (13%) restringiam seu uso ao pagamento de despesas operacionais. Essas restrições facilitam o monitoramento do devedor durante a recuperação e, possivelmente, têm por escopo manter as atividades da empresa e a reduzir o incentivo dos administradores a investir em projetos arriscados e que possam diminuir o valor dos ativos.³⁹⁵

No Brasil, o crédito rotativo ou capital de giro é a mais popular linha de crédito para pessoas jurídicas e se destina a suprir as necessidades de caixa das empresas, para financiar seu ciclo operacional e fazer frente a diversos compromissos, como a compra de matérias-primas e mercadorias, pagamento de fornecedores, salários, encargos, tributos e assim por diante. Representa o fluxo necessário para se manter a empresa em atividade.³⁹⁶

Apesar das necessidades emergenciais, a concessão apressada de crédito pode trazer consequências indesejáveis no futuro. Nesse sentido, estudo de Maria Carapeto³⁹⁷ conclui, a partir da análise do tempo que os tribunais norte-americanos levaram para aprovar o crédito nos casos analisados, que quanto maior for esse tempo, mais provável é a recuperação da empresa, sugerindo que os juízes não deveriam autorizar a contratação de financiamentos sem uma análise cuidadosa da situação financeira da empresa em crise e da aferição de suas verdadeiras necessidades.

1917). Tradução nossa: “[e]m um empréstimo rotativo, as quantias tomadas pelo devedor vencem regularmente e num prazo relativamente curto, como a cada dezoito meses ou dois anos. Se os bancos se convencerem de que o devedor está em conformidade com os termos do empréstimo naquele momento, eles o prorrogarão por novo prazo e continuarão a fazer desembolsos. Durante o intervalo, por outro lado, o devedor é geralmente obrigado a cumprir rigorosas metas de fluxo de caixa.”

³⁹⁴ Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. **Debtor-in-Possession**..., p. 11.

³⁹⁵ Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. **Debtor-in-Possession**..., p. 11. Em pesquisa realizada em 1998 com cento e trinta e cinco empresas submetidas ao *Chapter 11* da lei norte-americana, Maria Carapeto corrobora o estudo ora aludido ao identificar que apenas em um dos casos analisados o novo financiamento foi destinado a investimentos, ao invés de reposição de estoques e despesas correntes (**Debtor-in-possession**..., p. 24).

³⁹⁶ Cf. SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário**..., p. 184-185.

³⁹⁷ **Debtor-in-possession**..., p. 19.

Uma alternativa para mitigar esse risco consiste nos chamados “*Drip DIPs*”, financiamentos a empresas em crise liberados em parcelas. Esse mecanismo limita a exposição do financiador apenas aos montantes desembolsados e os credores têm mais informações e tempo para avaliar suas respectivas posições conforme o processo se desenvolve. Adicionalmente, a gradual liberação de novos recursos nas primeiras semanas ou meses da recuperação pode elevar o grau de prestação de contas pelo devedor. Nos países em que a outorga de novos créditos passa pelo crivo dos credores e do juiz, a real necessidade do dinheiro novo pode ser periodicamente reavaliada.³⁹⁸

Lorenzo Stanghellini³⁹⁹ sugere alguns aspectos que devem ser observados na concessão do “financiamento-ponte”.

O primeiro deles é a garantia de continuidade do negócio ou a prevenção de danos graves (*e.g.*, viabilizando o pagamento de empregados, fornecedores e tributos). Os recursos não seriam destinados a novos investimentos da empresa, exceto aqueles absolutamente inadiáveis pela sua importância à execução das atividades, e sempre que se trate de quantias modestas em relação ao passivo do devedor (*v.g.*, substituição de maquinário). Quaisquer outras despesas ou investimentos deveriam ser postergados para um momento posterior à homologação do plano.⁴⁰⁰

Adotando posição semelhante, Deborah Kirschbaum⁴⁰¹ ressalta a necessidade de distinção entre o crédito destinado ao curso ordinário dos negócios e aquele destinado a despesas extraordinárias, distinção essa que não é feita pela LRE. Para a autora, “curso ordinário” é um conceito que varia conforme a casuística, tendo em conta o histórico de

³⁹⁸ Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 586. A autora observa que, no Canadá, essa modalidade de financiamento frequentemente é estruturada de modo que o devedor tem acesso às parcelas de acordo com um cronograma preestabelecido, prescindindo-se da autorização judicial se o cronograma não tiver sofrido nenhuma alteração que cause consequências adversas aos demais credores.

³⁹⁹ **Linee-guida...**, p. 10-11. As sugestões do autor são feitas à luz do financiamento-ponte concedido a empresas durante procedimentos extrajudiciais sob a lei italiana, mas entendemos que se aplicam integralmente ao período em que se elabora o plano de recuperação judicial.

⁴⁰⁰ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida...**, p. 10-11. Contudo, em um dos primeiros casos de financiamento de empresas em recuperação judicial de que se teve notícia no Brasil, da Sementes Selecta, foi concedido um “empréstimo ponte” de cerca de US\$ 5 milhões para garantir a continuidade das atividades da empresa e das obras para finalizar a sua planta industrial, até que o plano de recuperação fosse aprovado e novos recursos pudessem ser empregados para concluir o empreendimento (cf. PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. Financiamento Para Empresas em Crise e o Caso Independência – Dificuldades Para Obtenção de Recursos e Oportunidades de Alto Retorno. **Newsletter da Turnaround Management Association do Brasil – TMA Brasil**. Mar. 2010, Disponível em: <<http://www.tmaBrasil.org/pt/artigos-e-noticias/artigos-de-associados/233-financiamento-para-empresas-em-crise-e-o-caso-independencia-dificuldades-para-obtencao-de-recursos-e-oportunidades-de-alto-retorno>>. Acesso em: 08 jun. 2010).

⁴⁰¹ **A Recuperação...**, p. 147-148.

custos e despesas da empresa em crise.⁴⁰² Por outro lado, de um modo geral, em estados de solvência, destinações extraordinárias estão associadas a ampliações ou novos projetos de investimento e à reformulação da estrutura de capital. Já num estado de insolvência, para Deborah Kirschbaum, com quem estamos de acordo, não deveria ser permitido destinar os novos recursos à reestruturação de capital da empresa, medida essa que deveria ser objeto de disposição contida no plano de recuperação judicial.⁴⁰³

Em segundo lugar, o financiamento deve compreender o período que vai do deferimento do processamento da recuperação judicial até sua concessão, uma vez aprovado ou não objetado o plano.

Além disso, o financiamento deveria ser realizado mediante a concessão ou manutenção de linhas de crédito pagas com recebíveis do devedor e não deveria implicar a outorga de garantias pela empresa. Neste último ponto, discordamos de Lorenzo Stanghellini, na medida em que a outorga de garantias pode ser o único meio para se obter novos recursos na etapa inicial da recuperação.

Por fim, o dinheiro novo deve ser de estrita relevância para o plano que estiver sendo confeccionado, de modo que exista um sério risco de dano resultante do atraso ou indisponibilidade de novos recursos.

6.6 *O financiamento de longo prazo*

O financiamento de longo prazo se destina a revigorar o balanço patrimonial da empresa e a fornecer meios para o cumprimento do plano de recuperação. Também se

⁴⁰² O Tribunal de cassação francês tentou identificar a noção de atos de gestão corrente, destacando-se da tradicional distinção entre atos de disposição e atos de administração, ligando-a mais à atividade desenvolvida pela empresa. De um modo mais preciso, a noção é razoavelmente identificada pelo caráter repetitivo e habitual, ou até mesmo, embora com maior cuidado, deve-se considerar o elevado montante envolvido. Incluem-se nessa noção, *e.g.*, a venda de produtos fabricados pelo devedor em condições habituais, os pedidos de bens a fornecedores e a venda de apartamentos por sociedades imobiliárias, pois consiste de sua atividade corrente. Contudo, a celebração de novos contratos de trabalho durante os primeiros estágios da recuperação judicial não é, via de regra, objeto de gestão ordinária (cf. JACQUEMONT, André. **Droit des entreprises en difficulté**. 3. ed. Paris: Litec, 2003, p. 137-138).

⁴⁰³ A jurista aduz que a empresa deve indicar pormenorizadamente como pretende utilizar os novos recursos, ao menos na hipótese de constituição de garantia prevista no art. 66 da LRE, a qual será analisada adiante. Para tanto, deve atestar que fez pesquisa de preço e que as condições do crédito foram as melhores obtidas no mercado (**A Recuperação...**, p. 148).

presta a restaurar a confiança dos credores e conferir incentivos aos gestores, quando apropriado.⁴⁰⁴

Conforme aventamos antes, o financiamento de longo prazo pode ser destinado, ainda, à realização dos investimentos necessários à recolocação competitiva da empresa no mercado. Uma vez aprovado o plano de recuperação judicial, o devedor pode obter novos recursos para realizar ou continuar os investimentos necessários a uma reestruturação industrial, o que se mostra viável graças à renegociação entabulada com os credores por meio do plano.

Além disso, os empréstimos desembolsados após a aprovação daquele instrumento pelos credores podem ser direcionados à execução do próprio plano de recuperação, para pagamento dos credores por ele abrangidos ou mesmo dos que não sofrem os efeitos da recuperação judicial.⁴⁰⁵

Nesses casos, o financiamento concedido à empresa pode completar a recuperação e a saída da crise. Todavia, um problema pode surgir na medida em que o plano de recuperação apenas se mostre viável graças ao financiamento a ser concedido após sua homologação. Ocorre que, em muitos casos, não se sabe de antemão se o devedor terá acesso a esse crédito, pelo que o plano não poderia ser considerado *a priori* viável. Porém, se a concessão do empréstimo já estiver expressamente prevista no plano, o problema pode ser mitigado, inclusive com a possibilidade de estipulação do negócio antes mesmo do procedimento concursal ou na pendência deste, embora com eficácia condicionada à aprovação e homologação do plano.⁴⁰⁶

Propugna Lorenzo Stanghellini,⁴⁰⁷ no contexto da lei concursal italiana, mas aplicável ao caso brasileiro, que se o financiamento é condição imprescindível à sobrevivência da empresa, o plano de recuperação pode ser explicitamente condicionado à obtenção desse financiamento, como também pode sê-lo o laudo de viabilidade

⁴⁰⁴ Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 287.

⁴⁰⁵ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida...**, p. 45. No Brasil, há ao menos um caso relevante de financiamento concedido após a aprovação do plano de recuperação judicial. Trata-se do Frigorífico Independência, que captou US\$ 165 milhões com a emissão de títulos no exterior, mediante colocação privada. Os recursos teriam sido utilizados para pagar parte expressiva de dívidas com criadores de gado e fornecedores, bem como capital de giro, viabilizando a retomada do processo de reabertura de plantas industriais previsto no plano de recuperação. A operação foi facilitada pelo fato de grande parte dos ativos da empresa estar desonerada e pela adesão, ao plano de recuperação, de um percentual mínimo de credores por ACC. Entretanto, a operação é extremamente cara, seja pelo pagamento de honorários dos diversos profissionais envolvidos, a maioria no exterior, seja em virtude das altas taxas de remuneração cobradas pelos investidores. Por isso, essa alternativa tenderia a ser limitada a poucos casos de recuperação judicial (cf. PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. **Financiamento...**).

⁴⁰⁶ Nesse sentido, cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida...**, p. 46.

⁴⁰⁷ **Linee-guida...**, p. 42-43.

apresentado pelo devedor. Para dar maior sustentabilidade à sua homologação, o plano e o laudo devem indicar o montante necessário ao soerguimento da empresa e a existência de credores dispostos a concedê-lo. Embora a mera disposição para conceder o financiamento não constitua, por si, elemento que comprove a viabilidade da empresa, já que poderia não ser vinculativa, ela pode evidenciar aos credores e ao juiz que há interessados em conceder crédito ao devedor, o que reforça a seriedade da tentativa de recuperação.

Um elemento importante a ser considerado na concessão de créditos a empresas cujo plano de recuperação acaba de ser aprovado é a estrutura de capital resultante, especialmente quando ainda houver valores consideráveis de dívidas de risco – oriundas de intensas negociações e litígios com credores –, impasses em negociações subsequentes e conflitos de interesse entre sócios e credores que podem prejudicar a sobrevivência da empresa. Ademais, se a estrutura de capital resultar na manutenção de considerável endividamento, a obtenção de novos recursos pode ser obstada.⁴⁰⁸

Os fatores determinantes à concessão de financiamentos de longo prazo às empresas em crise geralmente são a estrutura de capital existente, as necessidades financeiras para manter as operações, o valor da empresa (atual e potencial), a credibilidade dos administradores, o poder de barganha de cada grupo de credores e o montante de dívidas tributárias.⁴⁰⁹ Durante o período da recuperação e mesmo depois dele, ainda no cumprimento das obrigações acordadas, é provável que muitos financiamentos sejam sucedidos por financiamentos adicionais. Por isso, a reestruturação financeira poderia vir acompanhada da possibilidade de conversão do crédito ou dos juros em participação societária, previsão para repactuação de dívidas e para a obtenção de novos empréstimos ou emissões de valores mobiliários.⁴¹⁰

6.6.1 *O exit financing*

Estratégia bastante utilizada nos Estados Unidos, o *exit financing* consiste no empréstimo destinado à saída do processo de recuperação. Trata-se do dinheiro necessário quando do término da proteção legalmente garantida pelo *automatic stay* e pela moratória

⁴⁰⁸ Cf. ROE, Mark. J. **Bankruptcy and debt...**, p. 554-555.

⁴⁰⁹ Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 289.

⁴¹⁰ Cf. SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar...**, p. 288.

das dívidas, servindo para auxiliar o devedor no estágio imediatamente posterior à recuperação.⁴¹¹ O montante emprestado é, por vezes, utilizado para pagar os créditos sujeitos à recuperação judicial e aqueles outorgados durante o processo. Frequentemente, a disponibilidade de *exit financing* é condição imposta pelos credores para que o plano de recuperação seja aprovado.⁴¹²

O *exit financing* funciona, ainda, como um recurso, embora indesejável, ao financiador da empresa em crise que se depara com um inadimplemento. Nesse caso, o credor concorda em conceder outro empréstimo, que será total ou parcialmente utilizado para pagar o crédito previamente concedido ou outros créditos que, uma vez inadimplidos, poderiam levar a empresa à falência. Alternativamente, o credor pode alongar o prazo de vencimento de seu crédito ou, se considerar mais vantajoso, executá-lo, nesse caso podendo amargar a demora no recebimento ou mesmo a perda do crédito na falência do devedor.⁴¹³

Por outro lado, o *exit financing* pode servir para solucionar litígios com outros credores, restaurar o balanço do devedor e, para os credores sujeitos à recuperação judicial, fornecer uma alternativa mais rentável no longo prazo do que a falência ou a venda dos ativos a terceiros.⁴¹⁴

Comparando-se o *DIP financing* e o *exit financing*, é provável que o primeiro seja de valor menor e reduza significativamente o *moral hazard* relacionado ao débito.⁴¹⁵ Além disso, o *exit financing* geralmente possui prazos de vencimento maiores e, conseqüentemente, maiores riscos ao financiador.⁴¹⁶

No Brasil, o *exit financing* pode ser uma estratégia interessante tanto para o devedor como para seus credores, pois significa o pagamento de todas as dívidas renegociadas no plano de recuperação e o conseqüente encerramento do processo, ainda que não tenha transcorrido o prazo de dois anos previsto no art. 61 da LRE.⁴¹⁷ Com isso, a empresa

⁴¹¹ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 582.

⁴¹² Cf. FRIEDMAN, Penny G. Proper Exit Financing Is Key to Chapter 11 Emergence Challenges Abound for Debtors, Lenders Alike, **The Journal of Corporate Renewal**, 01 July 2004. Disponível em: <<http://www.turnaround.org/Publications/Articles.aspx?objectID=3431>>. Acesso em: 01 fev. 2012.

⁴¹³ Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. **Freefalling**..., p. 1231.

⁴¹⁴ Cf. FRIEDMAN, Penny G. **Proper Exit**...

⁴¹⁵ Cf. AYOTTE, Kenneth; SKEEL, JR., David A. **Bankruptcy**..., p. 488.

⁴¹⁶ Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. **Freefalling**..., p. 1231.

⁴¹⁷ Em verdade, diz o artigo que “o devedor permanecerá em recuperação judicial até que se cumpram todas as obrigações previstas no plano que se vencerem até 2 (dois) anos depois da concessão da recuperação judicial” (grifo nosso). Portanto, a condição para o encerramento do processo não é o decurso do prazo de dois anos, mas sim o cumprimento das obrigações que vencerem nesse período. Ademais, não faria sentido a permanência do devedor em recuperação judicial se os credores sujeitos aos seus efeitos já

economiza os valores que seriam pagos a título de honorários do administrador judicial; afasta o risco de falência advindo do descumprimento do plano; diminui os custos de transação relativos a eventual necessidade de renegociação do plano (realização de assembleias, negociações bilaterais com credores etc.); centraliza seus pagamentos em apenas um credor, o que diminui os custos de administração do passivo e os riscos de questionamento; e deixa de utilizar a expressão “em Recuperação Judicial”, melhorando sua imagem no mercado. Para os credores, há a vantagem de receber de imediato o valor repactuado no plano, diminuindo o risco de inadimplementos futuros e de decretação de falência, situação na qual provavelmente amargariam prejuízo ainda maior.

O inconveniente dessa estratégia está na falta de incentivos legais ao financiador, cujo crédito não será tratado como extraconcursal em eventual falência da empresa, já que a recuperação judicial terá sido encerrada. Portanto, a operação deverá contar com algum mecanismo contratual de proteção contra esses riscos, tal como previsão de conversão da dívida em capital, participação na gestão e intenso monitoramento das atividades da empresa. Fundamental será também o resultado das negociações com os credores envolvendo descontos nas dívidas e outros benefícios que tornem o investimento interessante, assim como a existência ou não de credores excluídos da recuperação.

foram pagos. Nesse sentido, pelo imediato encerramento do processo com o cumprimento integral do plano antes do prazo previsto na LRE, cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Comentários...**, p. 306.

7 O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE NO DIREITO ESTRANGEIRO

As regras pertinentes ao financiamento das empresas em crise estão estritamente relacionadas à existência de procedimentos concursais que visam a recuperação da empresa e a continuidade dos negócios, ao invés da simples maximização do retorno aos credores por meio da liquidação eficiente dos ativos. Diante das peculiaridades de cada país, dificilmente essas regras poderão ser harmonizadas, segundo constatou estudo realizado em 2010 por especialistas em insolvência empresarial, a pedido do Parlamento Europeu.⁴¹⁸ Por isso, as legislações falimentares de países como Suécia e Alemanha não contêm disposições específicas sobre o financiamento de empresas em crise, embora neste último país os credores possam conceder empréstimos ao administrador judicial, os quais adquirem privilégio de pagamento, nos termos do art. 55 do *Insolvenzordnung*.⁴¹⁹

Apesar disso, a análise das soluções do direito estrangeiro e a investigação das diferentes premissas adotadas, cotejadas com o direito pátrio, podem revelar explicações melhores para alguns problemas verificados no Brasil. Além de seu valor educacional e histórico, o estudo do direito comparado permite a investigação dogmática que serve de instrumento para a solução dos novos problemas que se colocam e para o confronto desta com as soluções já aceitas. Igualmente, presta-se a identificar institutos comuns nos diversos ordenamentos, bem como estabelecer suas diferenças e particularidades, auxiliando na interpretação e aplicação do direito.⁴²⁰

No que se refere ao objeto deste trabalho, em linhas gerais, os financiadores de empresas em crise contam, nos diferentes países, com algum grau de prioridade de pagamento em relação aos credores preexistentes, seja nos procedimentos recuperacionais, na falência ou em ambos. Nesse particular, alguns estudos dividem o tratamento conferido a esses financiadores em três grandes grupos, classificados de acordo com o nível de prioridade de pagamento atribuído a cada um deles. No primeiro grupo, o financiamento não adquire, por si, prioridade em relação aos créditos anteriores, mas o juiz pode autorizar

⁴¹⁸ Cf. CHERUBINI, Giorgio et al. **Harmonisation of Insolvency Law at EU Level**, Bruxelas. Bruxelas, Apr. 2010, p. 23. Disponível em: <<http://www.insol-europe.org/eu-research/harmonisation-of-insolvency-law-at-eu-level/>>. Acesso em: 04 fev. 2012.

⁴¹⁹ Cf. CHERUBINI, Giorgio et al. **Harmonisation...**, p. 49/134.

⁴²⁰ Cf. ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 1999, p. 42-45.

que seja garantido por bens livres do devedor, o que lhe confere prioridade de pagamento. No segundo, os novos créditos quirografários possuem prioridade em relação aos créditos anteriores, excetuados aqueles com garantia real, que têm, como regra, prioridade absoluta de pagamento. Finalmente, o último modelo prioriza os novos créditos em relação a créditos anteriores quirografários e garantidos, mas não quanto aos créditos trabalhistas, que são pagos em primeiro lugar.⁴²¹

A prioridade de pagamento dos novos credores pode ser rigidamente estabelecida pela lei ou flexível, a depender da posição hierárquica atribuída pelo juiz ou mesmo pelo administrador judicial em relação a credores preexistentes ou surgidos durante a recuperação. Em alguns países, o devedor tem plena liberdade para contratar novos financiamentos, enquanto em outros é exigida prévia autorização do juiz, que pode até mesmo limitar do valor a ser captado. Credores com garantia podem ou não ser preteridos e, em regra, quando isto ocorre, a lei exige que lhes seja conferida adequada proteção.

Quanto à destinação dos recursos, esta pode ou não ser prevista na lei. Nos casos em que isso se verifica, normalmente há limitação ao fornecimento de capital de giro para o curso normal dos negócios e qualquer empréstimo contraído fora dessas características depende de autorização do juiz ou dos credores.

No tocante ao momento de contratação dos financiamentos, verifica-se que os ordenamentos podem assegurar prioridades de pagamento aos créditos contraídos no período entre o pedido de recuperação e seu deferimento, da abertura do processo até a aprovação do plano ou mesmo após este momento, caso a empresa continue em recuperação.

Os novos financiamentos podem ou não estar previstos no plano de recuperação, de modo que algumas legislações somente garantem a prioridade do novo crédito se o plano contiver tal previsão.

Mais recentemente, alguns países vêm conferindo prioridades de pagamento a créditos concedidos durante processos de recuperação extrajudicial, na hipótese de uma posterior abertura de procedimento formal de recuperação ou falência, previsão essa inexistente na lei brasileira. Em nações que desenvolveram mais fortemente os processos de recuperação extrajudicial, também se verifica a atribuição de prioridades de pagamento calcadas exclusivamente na informalidade e cooperação entre os credores.

⁴²¹ A classificação é proposta por Ziad Raymond Azar com base em pesquisa realizada entre os anos de 2004 e 2006. No primeiro modelo estão países como Hong Kong e Malásia; no segundo, os Estados Unidos; e no terceiro, Tunísia, Marrocos e França (Bankruptcy policy: a review and critique of bankruptcy statutes and practices in fifty countries worldwide. **16 Cardozo J. Int'l & Comp. L.**, 2008, p. 347).

Veremos adiante como a LRE aborda esses e outros aspectos, mas antes analisaremos mais especificamente as soluções propostas em alguns ordenamentos jurídicos.

7.1 O DIP financing nos Estados Unidos

Nos Estados Unidos, a ideia de recuperação de empresas teve início no século XIX, com a crise das ferrovias, contexto em que se desenvolveram os *equity receiverships*, instituto de criação pretoriana pelo qual um *receiver* era indicado pelo juiz para controlar os ativos das ferrovias em crise e deixá-los fora do alcance de credores oportunistas, não obstante a manutenção dos administradores na condução dos negócios.⁴²²

Um importante problema surgido nessa época se refere à necessidade de pagamento dos fornecedores de carvão, ferro ou aço para manter as atividades da ferrovia durante a crise. Havia diversos credores com hipotecas e outras garantias aos quais os créditos dos fornecedores estariam subordinados.⁴²³ Mesmo assim, essas garantias eram vistas pelos credores com ponderação, diante da ideia de preservação da empresa e de seu valor.⁴²⁴

Num primeiro momento, a fim de solucionar a questão, os tribunais norte-americanos desenvolveram a chamada *six months rule*, referendada pela Suprema Corte em 1878 e que permitia ao devedor pagar seus fornecedores integralmente, ao invés de tratá-los como credores sem qualquer prioridade, desde que o fornecimento tenha ocorrido nos seis meses anteriores ao começo da reorganização. Inicialmente aplicável para pagamento de salários, fornecedores e serviços essenciais, a prática foi estendida para abranger

⁴²² Cf. BAIRD, Douglas G. **The Hidden...**, p. 24; e SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1908.

⁴²³ As estradas de ferro apenas poderiam se manter em operação caso seus fornecedores continuassem provendo carvão e ferro, mas eles tinham motivos para não o fazer, pois, como os credores garantidos por hipoteca possuíam prioridade absoluta sobre os ativos das estradas de ferro, qualquer contribuição desses fornecedores beneficiaria principalmente os credores hipotecários, detendo os fornecedores apenas um crédito geral e sem garantia que dificilmente seria pago (cf. SKEEL, JR., David A. **Debt's dominion...**, p. 59).

⁴²⁴ Segundo explica David A. Skeel, Jr., o problema, do ponto de vista dos credores, consistia na quase impossibilidade de retirar as respectivas prioridades dos títulos emitidos, e o valor de suas garantias, representadas basicamente por trilhos das ferrovias, era essencialmente baixo, a menos que a estrada de ferro permanecesse intacta. Diante disso, detentores de títulos que poderiam ter resistido aos esforços para reorganizar as ferrovias tinham muito mais a ganhar mantendo-as intactas, como fizeram seus administradores e acionistas (**An Evolutionary...**, p. 1356).

credores essenciais aos negócios, com escoro no que se denominou “doutrina da necessidade” (*doctrine of necessity*).⁴²⁵

Todavia, mantinha-se o problema da captação de novos recursos. Para solucioná-lo, os tribunais autorizavam o *receiver* a emitir os *receiver's certificates*, espécie de nota promissória pela qual a ferrovia tomava empréstimos lastreados em todos os seus bens e garantia a prioridade do financiador sobre todos os outros credores, inclusive os hipotecários preexistentes. A explicação para a prioridade atribuída aos *receiver's certificates* residia no fato de serem consideradas obrigações do *receivership* (ou seja, do processo) e não do devedor, de modo que os credores deste tinham direito de receber pagamentos decorrentes apenas dos ativos da ferrovia, líquidos das despesas do *receivership*.⁴²⁶

Os primeiros *receiver's certificates* foram emitidos na crença de que havia um interesse público em se preservar as ferrovias com problemas e seus ativos dados em garantia. Em poucos anos, os juízes passaram a autorizar a emissão de certificados para custear as operações das ferrovias. O mesmo não se deu com outras empresas, cujo interesse público era menos latente, o que levava as cortes a serem mais rígidas para aprovar a emissão dos *receiver's certificates*.⁴²⁷

Até 1930, a recuperação de empresas nos Estados Unidos e, portanto, os *receiver's certificates*, eram uma criação da *Common Law* que somente foi objeto de lei em 1933, com a codificação do *railroad receivership* e do *non-railroad receivership*, em 1934. Ambos os estatutos expressamente autorizavam a emissão de *receiver's certificates* para financiamentos de curto prazo.⁴²⁸

Contudo, as reformas implementadas pelo *New Deal* e que tiveram como resultado, dentre muitos outros, a criação do *Chandler Act* em 1938, não viram com bons olhos o papel dos envolvidos com o *receivership*, que pareciam mais voltados à maximização dos

⁴²⁵ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1910-1911. Segundo elucida Douglas G. Baird, ao contrário do que acontece na atualidade, as ferrovias tinha poucos débitos com vencimento de curto prazo, os quais advinham de contratos com fornecedores de carvão e afins e eram pagos periodicamente. Como essas obrigações eram de pequeno valor em relação aos créditos de investidores e como a colaboração desses fornecedores era importante para manter as atividades da ferrovia, eles eram pagos integralmente no início do processo e eram excluídos da recuperação (**The Hidden...**, p. 21).

⁴²⁶ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1911.

⁴²⁷ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1912.

⁴²⁸ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1915.

seus lucros do que à proteção dos investidores.⁴²⁹ Com efeito, no âmbito do chamado *equity receivership*, criaram-se oportunidades para diversos abusos.⁴³⁰

Nesse contexto, previu-se no *Chapter X* do *Chandler Act* a substituição dos administradores da empresa em crise por um *trustee* indicado pelo juiz para gerir os negócios e elaborar um plano de recuperação, posteriormente submetido ao escrutínio da SEC, nos casos mais relevantes. Isso levou muitas grandes empresas na década de 1960 a propor suas recuperações com base no *Chapter XI*, destinado a pequenos negócios, pois aí não se previa a figura do *trustee* nem a participação da SEC.⁴³¹

Mesmo assim, o *Chapter X* do *Chandler Act* estabeleceu, na § 116(2), que o juiz poderia autorizar o *receiver*, o *trustee* ou o devedor a emitir certificados de dívida para obter dinheiro e bens, ou para outros fins aprovados pelo juiz, com garantias ou prioridades sobre os créditos existentes, conforme a equidade demandada no caso concreto. Mesmo quando se tratava das *non-railroads*, não havia qualquer distinção entre preservação e operação no que se refere à finalidade do empréstimo, tal como havia nos primórdios dos *receiver's certificates*, demonstrando que a questão restara obsoleta. Assim, expandiu-se o escopo desse tipo de financiamento, que após a década de 1930 podia ser utilizado para as operações ordinárias de qualquer empresa devedora.⁴³² Mesmo assim, desde aquela época, o financiamento de grandes empresas em recuperação era realizado principalmente por meio de lucros acumulados e financiamentos bancários, embora estes últimos exigissem garantias em dinheiro.⁴³³

Com a reforma da lei de falências dos Estados Unidos em 1978, expandiu-se ainda mais o escopo do *DIP financing*, que equipara os negócios privados àqueles sobre os quais recai o interesse público, tal como na época das ferrovias, além de não exigir que os recursos captados fossem utilizados para companhias no interesse público ou para a preservação de garantias outorgadas. Somente deve ser assegurada a adequada proteção aos ativos do devedor.⁴³⁴

⁴²⁹ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1913.

⁴³⁰ Conforme constata Mark J. Roe e David A. Skeel, Jr., nos *receiverships* do fim do século XIX e início do século XX, *insiders* constituíam uma empresa de fachada para adquirir os ativos da falida e controlá-los por meio dessa nova empresa, ao passo que, para os demais credores, frequentemente credores comerciais, restaria apenas uma “concha vazia” contra a qual poderiam reclamar seus créditos (**Assessing...**, p. 768).

⁴³¹ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1914.

⁴³² Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1915.

⁴³³ Cf. SKEEL, JR., David A. Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11. **152 U. Pa. L. Rev.**, 2003-2004, p. 924-925.

⁴³⁴ Cf. ABRAHAM, Nikhil; HABBU, Aditya. **DIP Lending...**, p. 6.

Afirma-se que, ao lado da suspensão das ações e execuções contra o devedor, o *DIP financing* é o estímulo para muitos pedidos fundados no *Chapter 11* da lei falimentar norte-americana, ao permitir que o devedor possa financiar suas operações e investimentos com novos créditos que são alocados em diversos níveis de prioridade, acima dos créditos preexistentes que não contavam com nenhuma garantia.⁴³⁵

Na atual sistemática, a obtenção de empréstimos sem garantia pelas empresas em crise nos Estados Unidos não depende de autorização judicial, desde que contratados no curso normal dos negócios⁴³⁶ e que o juiz não tenha ordenado em sentido contrário, nos termos da § 364(a) do *U.S. Bankruptcy Act (Title 11 do U.S. Code)*. São tratados como *administrative expenses* (que inclui salários e comissões por serviços posteriores ao início do procedimento, tributos, multas tributárias etc.), conforme a § 503, as quais têm privilégio de pagamento no processo.

Doutrinariamente, a prioridade das *administrative expenses* explica-se por meio da ideia de *estate* (conjunto de bens ou massa).⁴³⁷ O pedido feito de acordo com as normas do *Chapter 11* cria uma massa composta por todos os bens do devedor, que somente retornam ao seu patrimônio quando o plano for aprovado. As dívidas incorridas pelo *estate* geralmente possuem prioridade em relação aos débitos quirografários anteriores ao pedido e, diferentemente dos débitos preexistentes, devem ser pagos integralmente como condição da aprovação do plano.⁴³⁸

Nas hipóteses em que o devedor pretenda obter créditos fora do curso normal dos negócios, será necessária autorização do juiz, que, após audiência, pode aprovar a operação, quando o crédito será equiparado às *administrative expenses*, nos termos da § 364(b).

Entretanto, na dificuldade de se obter tais créditos,⁴³⁹ o juiz pode atribuir-lhes prioridade sobre todas as *administrative expenses*, autorizar que sejam garantidos por bens

⁴³⁵ Cf. TRIANTIS, George G. *A Theory...*, p. 901; e SKEEL, JR., David A. *Creditors' Ball...*, p. 923.

⁴³⁶ George G. Triantis assevera que os tribunais norte-americanos têm interpretado restritivamente a ideia de financiamento concedido no “curso normal dos negócios”, limitando-o normalmente ao crédito comercial. Em um caso mencionado pelo autor (*In re Lockwood Enter.*, 52 Bankr. 871, 874 (S.D.N.Y. 1985)), entendeu-se que, como o devedor não tinha o hábito de tomar empréstimos para suas despesas operacionais e de pessoal, o financiamento com aquele propósito não estaria no curso normal dos negócios. O autor adverte que, em verdade, saber se um empréstimo é contraído ou não dentro do curso normal dos negócios é frequentemente difícil, pois o risco de erro é substancial e as consequências são graves, já que o juiz pode negar a prioridade de *administrative expense* se entender que o empréstimo não estava no curso normal dos negócios (*A Theory...*, p. 905).

⁴³⁷ § 541, *Title 11, U.S. Code*.

⁴³⁸ Cf. LOPUCKI, Lynn M.; TRIANTIS, George G. *A Systems Approach...*, p. 300.

⁴³⁹ Segundo George G. Triantis, a alegação de que o devedor não é capaz de obter crédito sem atribuir-lhe prioridade é difícil de se comprovar e, mesmo que ela seja verdadeira, pode sugerir que há pouca

desonerados e até mesmo por bens onerados, mas em menor grau hierárquico em relação aos credores já garantidos.⁴⁴⁰

Finalmente, a teor da § 364(d), o juiz pode autorizar que o financiamento seja garantido por ativos já onerados, atribuindo-lhe grau hierárquico igual ou até mesmo superior ao do crédito preexistente, situação esta denominada pela doutrina *priming lien*.⁴⁴¹ As condições para concessão desse privilégio são a impossibilidade do devedor obter crédito de outra forma e que o credor preexistente tenha seus interesses adequadamente protegidos.⁴⁴²

Uma crítica poderia ser feita a essa “superprioridade” atribuída aos novos credores consiste na sua desnecessidade, pois se a condição para que seja conferida é a proteção dos interesses dos credores preexistentes, presume-se que o desejo do novo credor de possuir prioridade em relação aos credores anteriores já indicaria que estes últimos não estão adequadamente protegidos e os novos recursos, se mal empregados, podem agravar a posição dos antigos credores. Contudo, os riscos inerentes à situação das empresas em crise demandam tal cautela.

A lei norte-americana garante aos financiadores de empresas sob o *Chapter 11* que eventual revisão ou modificação da decisão judicial que autorizou a obtenção de novos recursos ou conferiu prioridade ou gravame sobre algum bem não afetará a validade de nenhum crédito assim surgido, nem qualquer prioridade ou garantia conferida para um credor que tenha concedido novos créditos de boa-fé, mesmo que soubesse da existência de recursos contra tal decisão. O benefício não se aplica se a decisão for suspensa liminarmente durante eventual recurso.⁴⁴³

Uma vez que o plano de recuperação aprovado entra em vigor, as *administrative expenses* e os credores com prioridades devem ser pagos integralmente. Logo, os *DIP*

competição no mercado de crédito às empresas em dificuldade ou que os potenciais investidores acreditam que o empreendimento a ser financiado não é lucrativo. Apesar disso, os juízes cedem ao parecer do devedor sobre aos benefícios do novo crédito, pois não desejam comprometer as tentativas de recuperação da empresa negando o empréstimo, fato que, segundo o autor, aumenta o risco de redistribuição de riquezas e diminuição do valor do negócio (**A Theory...**, p. 909).

⁴⁴⁰ § 364(c) *Title 11, U.S. Code*. Algumas vezes, diz-se que esses créditos possuem “superprioridade”, mas o termo é impreciso e pode levar a um erro de interpretação do conceito. Os credores nessa situação possuem apenas preferência no resultado da venda de bens desonerados e preferência residual na liquidação dos bens onerados (cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 6).

⁴⁴¹ Cf. SKEEL, JR., David A. **Creditors' Ball...**, p. 923. Cumpre esclarecer que, no sistema norte-americano, os credores com garantia real possuem prioridade sobre os demais credores sem garantia.

⁴⁴² Segundo esclarece Darla G. Moore, para obter essa prioridade em relação ao credor preexistente, o devedor tem que provar, v.g., que existe excesso de garantia para determinado crédito, de modo que o credor não será prejudicado ao ter sua preferência rebaixada, ou outorgar garantias em ativos desonerados (o que é raro) e novos recebíveis (**How to Finance...**, p. 7).

⁴⁴³ § 364(e), *Title 11, U.S. Code*. Essa previsão é vista pela doutrina como um “porto-seguro” para o *DIP lender* (*safe harbor provision*) (cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 7).

loans são pagos assim que o plano é confirmado, estejam garantidos ou não, exceto se de outra forma for acordado.⁴⁴⁴

No caso de posterior decretação de falência (regida pelo *Chapter 7*), as *administrative expenses* surgidas após a quebra serão pagas com precedência em relação àquelas surgidas durante o *Chapter 11* para as quais não foi atribuída a chamada “superprioridade”, bem como serão pagas antes de outros créditos com prioridade contraídos durante o *Chapter 11*.⁴⁴⁵ Contudo, a doutrina informa haver riscos quando o plano de recuperação é confirmado e, posteriormente, a falência da empresa é decretada, pois nesses casos os créditos podem perder a “superprioridade” anteriormente atribuída ou até mesmo ser tratados como quirografários.⁴⁴⁶

Maria Carapeto⁴⁴⁷ anota que o mercado de *DIP financing* nos Estados Unidos tem se desenvolvido desde 1984, quando o *Chemical Bank* criou uma divisão especializada em *DIP financing*, ao passo que outros bancos, como *Bankers Trust New York*, *Citibank* e *General Electric Capital Corp.* também ingressaram nesse mercado e, até então, haviam experimentado reduzidas perdas nessas operações.

A partir do final dos anos 90, houve um rápido crescimento do *DIP financing* nos Estados Unidos, demonstrando seu papel vital na reestruturação de grandes empresas norte-americanas como *LTV Corp.* (dezembro de 2000), *AMF Bowling* (julho de 2001), *Bethlehem Steel Corp.* (outubro de 2001), *WorldCom* (julho de 2002) e *United Airlines* (dezembro de 2002).⁴⁴⁸

Pesquisa realizada por Sris Chatterjee, Upinder S. Dhillon e Gabriel G. Ramírez⁴⁴⁹ constatou que 30,4% das seiscentas e nove empresas pesquisadas que ingressaram com pedido de recuperação entre 1988 e 1997 nos Estados Unidos obtiveram o *DIP financing*, num montante total de US\$ 10,798 bilhões. Observou-se também que, na década de 1990, o percentual de empresas em crise que obtiveram empréstimos cresceu de pouco mais de 20% para mais de 40%.

A crise financeira internacional que abalou o mundo a partir de 2008, cujo marco inicial teria sido a quebra do banco *Lehman Brothers*, diminuiu consideravelmente o

⁴⁴⁴ Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. **Debtor-in-Possession...**, p. 4. Essa previsão está contida na § 1129(a)(9)(A) do *Title 11* do *U.S. Code*.

⁴⁴⁵ § 726(b), *Title 11*, *U.S. Code*.

⁴⁴⁶ Cf. COUSINS, Scott D. **Postpetition...**, p. 791.

⁴⁴⁷ **Debtor-in-possession...**, p. 1. Em 1993, George G. Triantis também ressaltou o crescimento do mercado de crédito às empresas em crise nos Estados Unidos, com a atuação de muitos bancos que sequer possuíam uma relação anterior com o devedor (**A Theory...**, p. 902).

⁴⁴⁸ Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. **Debtor-in-Possession...**, p. 3.

⁴⁴⁹ **Debtor-in-possession...**, p. 6.

número de empresas que obtiveram o *DIP financing* nos Estados Unidos, o que se deve, dentre outros fatores, à saída dos principais fornecedores de crédito do mercado e à exigência de taxas de juros mais elevadas e prazos de vencimentos exíguos pelos que continuaram atuando nesse nicho,⁴⁵⁰ pelo que muitas empresas em dificuldade acabam postergando seus pedidos de recuperação.⁴⁵¹ Apesar disso, Kenneth Ayotte e David A. Skeel, Jr.⁴⁵² constataram que esses empréstimos não desapareceram por completo e que a tendência recentemente observada é que reapareçam no mercado.

Entretanto, com o novo perfil do *DIP financing* após a crise internacional, Nikhil Abraham e Aditya Habbu⁴⁵³ sustentam que essa modalidade de crédito se tornou um caminho para a venda da empresa, enquanto no passado era uma via para seu soerguimento.⁴⁵⁴

Além do *DIP financing*, o devedor em crise nos Estados Unidos pode se financiar por meio da liberação de garantias em dinheiro, ou *cash collateral*. Pela lei norte-americana, a expressão designa numerário, instrumentos negociáveis, documentos de propriedade, valores mobiliários, contas de depósito ou outros equivalentes de caixa, incluindo receitas, aluguéis e rendimentos, nos quais a massa e algum credor possuem

⁴⁵⁰ Cf. ABRAHAM, Nikhil; HABBUN, Aditya. **DIP Lending**..., p. 4. Segundo explicam os autores, o prazo de vencimento dos empréstimos caiu de dois anos para três a seis meses. Aliado a isso, os credores tornaram-se bastante conservadores nos termos dos empréstimos diante da abrupta queda dos preços dos ativos que eram oferecidos em garantia (**DIP Lending**..., p. 8).

⁴⁵¹ Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. **Freefalling**..., p. 1208.

⁴⁵² **BANKRUPTCY**..., p. 488. Os autores lembram que, durante a crise, algumas empresas como a *Circuit City* e a *Pilgrim's Pride* obtiveram o *DIP financing* e, em 2009, o grupo financeiro *CIT Group* recebeu de Carl Icahn, famoso adquirente de controle acionário de empresas norte-americanas, US\$ 1 bilhão como *DIP financing* para sua recuperação extrajudicial (*prepackaged bankruptcy*). Em consonância com esse entendimento, Nikhil Abraham e Aditya Habbu constatam que, após a estabilização dos mercados, os empréstimos a empresas em crise atingiram níveis recordes, totalizando mais de quatrocentas operações em um montante total que ultrapassa US\$ 60 bilhões (**DIP Lending**..., p. 8).

⁴⁵³ **DIP Lending**..., p. 4-5.

⁴⁵⁴ Essa afirmação vai ao encontro das conclusões de David A. Skeel, Jr., no sentido de que o *Chapter 11*, diferentemente de alguns anos atrás, passou a orientar-se aos interesses dos credores e servir como instrumento de aquisição do controle de empresas, mediante a venda de ativos (**Creditors' Ball**..., p. 918). Na mesma esteira, cf. MILLER, Harvey R. **Chapter 11**..., p. 385; e Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen, para quem, nos últimos anos, o *Chapter 11* foi usado como parte de um processo visando implementar um acordo já existente entre o devedor e seus principais credores ou para proporcionar a venda da empresa (**The End**..., p. 751-752). Contrariamente, Lynn M. LoPucki aduz que, dentre outros fatores que justificam o aumento do número de pedidos no *Chapter 11* no início da década passada, estariam o aumento das fusões e aquisições na economia como um todo, a maior propensão dos tribunais para permitir a venda de empresas fora do plano de recuperação e o atraso no pedido de recuperação, que é feito somente nos estágios de falência iminente. Entretanto, esses pedidos teriam sido realizados, em sua maioria, com a finalidade de recuperar a empresa e, ao menos por determinado período, negociar o seu destino (**The Nature**..., p. 650). Constata-se, porém, nos pedidos de recuperação de grandes empresas sob o *Chapter 11*, uma prevalência, ao menos estatística, das vendas da empresa em funcionamento e de acordos negociados de antemão com os credores (cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **Chapter 11**..., p. 679).

interesse.⁴⁵⁵ Abrangem ainda o dinheiro obtido na venda de ativos da empresa ou em sua liquidação.⁴⁵⁶ A utilização do *cash collateral*, segundo alguns autores,⁴⁵⁷ possui um custo menor e menos obrigações são impostas pelo credor em comparação ao *DIP financing*.

A utilização, venda ou arrendamento do *cash collateral* depende de consentimento do credor ou de autorização do juiz. Além disso, deve ficar demonstrado que o credor está adequadamente protegido, análise que deve ser feita no caso concreto e depende de fatores como o valor da garantia, sua natureza e o valor da proteção que está sendo oferecida pelo devedor.⁴⁵⁸

7.2 A ordem de financiamento interino no Canadá

O tratamento das empresas em crise no Canadá é regrado pelo *Bankruptcy and Insolvency Act* (R.S.C. 1985, c. B-3) (BIA) e pelo *Companies' Creditors Arrangement Act* (R.S.C., 1985, c. C-36) (CCAA), modificados ao longo dos anos. O primeiro aplica-se à pessoa física ou à empresa insolvente, enquanto o segundo aplica-se a grandes empresas, porquanto exige que as dívidas do devedor ou de empresas controladas ultrapassem 5 milhões de dólares canadenses ou qualquer outro valor que vier a ser determinado.⁴⁵⁹

Diferentemente dos Estados Unidos, no Canadá não existe a ideia de *estate* ou do devedor na posse desses bens (*debtor-in-possession*). A empresa continua com seus ativos e seus administradores possuem os mesmos poderes de outrora. Por isso, aquele que empresta ao devedor em recuperação não goza de nenhum privilégio. Não obstante, os

⁴⁵⁵ § 363(a), *Title 11, U.S. Code*. Sobre o significado da palavra “colateral”, discorre Jairo Saddi: “No inglês, o termo *collateral* pode equivaler à função garantia, uma vez que o credor, no caso do não-pagamento do empréstimo, poderá executar o ativo que foi dado. No entanto, sua noção é mais estreita: literalmente, um ativo ‘colateral’ é aquele que está situado lado a lado com uma obrigação principal. É um bem paralelo que foi colocado de lado do negócio principal, mas que a ele se relaciona de modo subordinado e indireto em situações específicas. Trata-se de uma típica obrigação adicional e acessória à principal. Por exemplo, o crédito consignado caracteriza-se como típico crédito não garantido (não dispõe de garantias, nem pessoais nem reais, num sentido estrito), porém há, sim, um certo ‘ativo colateral’, que é a folha de pagamento na qual o credor poderá descontar o valor da prestação mensal, determinado por lei. O colateral não é uma garantia em si – já que não existe um compromisso formal, inequívoco e irretratável, mas ao mesmo tempo é uma obrigação. Explica assim por que é correta a noção de ‘obrigação paralela’ à principal.” (**Crédito e Judiciário**..., p. 111-112).

⁴⁵⁶ Cf. ABRAHAM, Nikhil; HABBU, Aditya. **DIP Lending**..., p. 5.

⁴⁵⁷ Cf. COUSINS, Scott D. **Postpetition**..., p. 761.

⁴⁵⁸ Cf. COUSINS, Scott D. **Postpetition**..., p. 763-764.

⁴⁵⁹ *Section 3(1)*, CCAA.

devedores que possuem ativos desonerados podem oferecê-los aos credores, conferindo-lhes prioridades semelhantes às aquelas atribuídas ao *DIP financing* da lei norte-americana.⁴⁶⁰

Com as modificações introduzidas na legislação de insolvência canadense em 2009, tanto o CCAA como o BIA passaram a conter o mesmo tratamento para financiamentos interinos do devedor durante a recuperação,⁴⁶¹ baseados numa avaliação apriorística pelo juiz.⁴⁶²

Mediante pedido do devedor e notificação aos credores com garantia que possam ser afetados, o juiz poderá determinar que parte ou a totalidade dos ativos da empresa garanta – numa quantia que ele julgar apropriada – empréstimos destinados a suprir o fluxo de caixa projetado pelo devedor na petição inicial. No CCAA, é projetado o fluxo de caixa semanal, ao passo que no BIA a projeção é mensal.⁴⁶³ Exige-se que o pedido de financiamento seja restrito ao quanto for razoavelmente necessário para a continuidade dos negócios durante um “breve, mas realístico período de urgência”.⁴⁶⁴

O problema surge quando o devedor não possui bens desonerados que assegurem a prioridade do financiador e, por isso, tem de lhe garantir prioridade inclusive sobre os credores que já possuem garantia, o que pode ser crucial para o sucesso da recuperação.⁴⁶⁵

O juiz também poderá determinar que o novo crédito tenha prioridade sobre os créditos preexistentes com garantia sem necessariamente conferir-lhes adequada proteção. Nessa hipótese, o magistrado avalia os benefícios e riscos da concessão de financiamentos e, a partir daí, determina se eles são apropriados, elevando-os a um grau de prioridade superior ao dos créditos preexistentes.⁴⁶⁶ Fora isso, pode o juiz atribuir prioridades distintas aos créditos que foram concedidos durante o procedimento concursal, desde que haja o consentimento do credor que primeiro emprestou recursos.⁴⁶⁷

Sobre esses aspectos, as cortes canadenses vêm sopesando os múltiplos interesses envolvidos diante de um pedido de financiamento da empresa em crise, atendendo aos objetivos expressos e à linguagem da lei concursal daquele país. A partir disso, exigem

⁴⁶⁰ Cf. LOPUCKI, Lynn M.; TRIANTIS, George G. **A Systems Approach...**, p. 300.

⁴⁶¹ Respectivamente, *sections* 50.6 (1) a (5) e 11.2 (1) a (4).

⁴⁶² Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 587.

⁴⁶³ Respectivamente, *sections* 10(2)(a) e 50(6)(a) ou 50.4(2)(a).

⁴⁶⁴ Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 585.

⁴⁶⁵ Cf. LOPUCKI, Lynn M.; TRIANTIS, George G. **A Systems Approach...**, p. 301.

⁴⁶⁶ Cf. MCCORMACK, Gerard. **Corporate...**, p. 433.

⁴⁶⁷ CCAA, *section* 11.2(C), e BIA, *section* 50.6(4).

fortes evidências de que os benefícios trazidos pelo novo crédito visivelmente compensam o potencial prejuízo do credor cuja posição hierárquica está sendo subordinada.⁴⁶⁸

A legislação canadense⁴⁶⁹ estabelece, ainda, os fatores que o juiz deve considerar para conceder a ordem. São eles: (a) o período estimado no qual o devedor estará sujeito ao procedimento reorganizacional; (b) como seus negócios e finanças serão geridos durante o procedimento; (c) se os administradores do devedor têm a confiança dos maiores credores; (d) se o empréstimo aumentará as perspectivas de viabilidade do plano; (e) a natureza e o valor dos bens do devedor; (f) se algum credor seria materialmente prejudicado em decorrência da garantia outorgada; e (g) o relatório apresentado pelo administrador judicial⁴⁷⁰ acerca da razoabilidade da projeção de fluxo de caixa declarada pelo devedor. Em sua decisão de autorizar o novo crédito, o juiz não está limitado a analisar somente esses fatores e não precisa dar a eles o mesmo peso e importância.⁴⁷¹

Ao lado desses fatores, as cortes canadenses vêm sustentando cinco princípios a serem observados na análise dos pedidos de financiamento: (a) adequada comunicação do financiamento e pedidos de prioridade, de modo que os credores possam avaliar com plenitude o impacto das decisões que autorizam os novos créditos; (b) adequada divulgação de informações; (c) tempestividade do pedido; (d) sopesamento do prejuízo para os credores e demais interessados; e (e) garantia de prioridade somente em casos excepcionais.⁴⁷²

O mercado de financiamento de empresas em crise no Canadá se mostrou bastante aquecido entre os anos de 2003 e 2008, e os valores emprestados iam muito além das necessidades das empresas. Diante disso, os financiadores exigiam tarifas mais elevadas, as despesas com o fornecimento de informações ao financiador eram maiores e, em alguns casos, o financiamento foi condicionado à extração de um maior controle sobre a empresa. Com o aumento da competitividade nesse mercado, as taxas de juros não se mostraram altas, mas o financiador obtinha seu lucro com a cobrança elevadas das taxas de abertura de crédito.⁴⁷³

⁴⁶⁸ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 584-585. Entretanto, conforme relata a autora, os tribunais entendem que, enquanto é injusto ignorar os potenciais benefício que o credor poderia proporcionar, a natureza dos procedimentos do CCAA faz com que uma demonstração rigorosa do custo-benefício seja impraticável e, em última instância, anulável (**Financing**..., p. 589).

⁴⁶⁹ CCAA, *Section* 11.2(4) e BIA, *Section* 50.6(5).

⁴⁷⁰ Denominado “*monitor*” no CCAA ou “*trustee*” no BIA.

⁴⁷¹ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 588.

⁴⁷² Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 585 (nota).

⁴⁷³ Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 586.

7.3 O financiamento das empresas em crise na Itália

Lorenzo Stanghellini⁴⁷⁴ ressalta que a quase inexistência do financiamento às empresas em crise na Itália obriga o intérprete e o operador direito a identificar, dentro do ordenamento vigente, procedimentos que viabilizem o acesso a novos financiamentos pelas empresas em dificuldade.

Ante da reforma de 2007, o Régio Decreto n. 267/1942, em seu art. 167, previa a possibilidade de a empresa em regime de concordata (*concordato preventivo*) contrair mútuos ou outra forma de financiamento, inclusive oferecendo garantias. No entanto, ainda que a jurisprudência italiana entendesse que, no regime de *amministrazione controllata*, os débitos contraídos deveriam ser pagos com precedência em caso de falência, ela considerava que aqueles surgidos durante a concordata seriam pagos com preferência somente quando fosse posteriormente reconhecida sua utilidade na melhor liquidação dos ativos. Assim, o financiador tinha que suportar o risco de que o financiamento que concedeu à empresa não tivesse servido a tal fim, o que desincentivava essa prática.⁴⁷⁵

Na falta de financiamento, a solução era realizar uma espécie de “arrendamento da empresa” (*affitto d’azienda*) estipulado antes do pedido de concordata. Todavia, esse procedimento era caro e de difícil operacionalização, pois dependia de se encontrar um arrendatário, ceder os contratos, obter aprovação de sindicatos, dentre outras medidas. Em casos nos quais a cessão era vedada contratualmente, a operação se tornava inviável.⁴⁷⁶

A reforma da lei italiana deu maior estabilidade aos créditos surgidos “por ocasião ou em virtude” do procedimento concursal,⁴⁷⁷ ao classificá-los como extraconcursais (*prededucibili*), desde que os respectivos negócios tenham sido autorizados pelo juiz delegado, sob pena de ineficácia em relação aos credores anteriores à concordata.⁴⁷⁸ Essa

⁴⁷⁴ *Linee-guida...*, p. 4.

⁴⁷⁵ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. *Linee-guida...*, p. 34-35.

⁴⁷⁶ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. *Linee-guida...*, p. 35.

⁴⁷⁷ Régio Decreto n. 267/1942, art. 111.

⁴⁷⁸ Régio Decreto n. 267/1942, art. 167, segundo parágrafo: “[...] [i] mutui, anche sotto forma cambiaria, le transazioni, i compromessi, le alienazioni di beni immobili, le concessioni di ipoteche o di pegno, le fideiussioni, le rinunzie alle liti, le ricognizioni di diritti di terzi, le cancellazioni di ipoteche, le restituzioni di pegni, le accettazioni di eredità e di donazioni e in genere gli atti eccedenti la ordinaria amministrazione, compiuti senza l’autorizzazione scritta del giudice delegato, sono inefficaci rispetto ai creditori anteriori al concordato. [...]”. Tradução nossa “[...] [o]s mútuos, mesmo sob a forma cambiária, as transações, os compromissos, a alienação de bens imóveis, as concessões de hipoteca ou penhor, as garantias pessoais, as desistências de litígios, os reconhecimentos de direitos de terceiros, os

autorização pode ser dispensada quando o tribunal falimentar, logo ao declarar a abertura da concordata preventiva, fixar um limite de valor abaixo do qual o devedor poderá obter novos créditos, o que certamente atenderá às suas necessidades mais urgentes e contribuirá para a preservação da empresa.⁴⁷⁹

Lorenzo Stanghellini⁴⁸⁰ ressalta, porém, que a extraconcursalidade atribuída aos novos credores se justifica enquanto o financiador possa concorrer com os demais credores anteriores pelo valor total reclamado e, portanto, na medida em que se chega à falência sem que se opere o deságio das dívidas preexistentes pelos credores (*falcidia concordataria*). Se, ao invés disso, a falência for declarada após anos, por causas independentes das que determinaram a crise originária, e nela venham a concorrer os credores ainda não pagos (pela parte não descontada), a prioridade dos credores que financiaram a empresa não tem mais razão de ser.

A estabilidade nos negócios buscada pela reforma da lei falimentar italiana conferiu irrevogabilidade dos atos, pagamentos e garantias verificados no curso da concordata. Ou seja, uma vez homologada a concordata, tais atos não sofrem controle jurisdicional, conferindo uma relativa estabilidade aos direitos e obrigações das várias partes indicadas na proposta aprovada e homologada.⁴⁸¹

Assim, o financiador tem razoável certeza de que (a) se o financiamento for concedido na pendência do procedimento e for regularmente autorizado, ele terá prioridade, seja na concordata (não podendo o plano atingir seus direitos), seja numa sucessiva falência, observada a ordem interna de preferência desses créditos;⁴⁸² e (b) se concedido após a homologação da proposta de concordata, será oponível (e, portanto, computável no passivo) na hipótese de falência, e a garantia eventualmente adquirida será irrevogável,⁴⁸³ desde que tanto o financiamento como a respectiva garantia já estejam previstos no plano.⁴⁸⁴

cancelamentos de hipotecas, as restituições de penhor, as aceitações de herança e doações e, em geral, os atos que excedam a administração ordinária, realizados sem a expressa autorização do juiz delegado, são ineficazes em relação aos credores anteriores à concordata. [...]”.

⁴⁷⁹ Régio Decreto n. 267/1942, art. 167, terceiro parágrafo.

⁴⁸⁰ **Linee-guida...**, p. 36. O autor exemplifica que, se o devedor assumiu a obrigação de pagar seus débitos em dez anos, com desconto de 50%, e sete anos depois ele falir, os credores antigos concorrerão somente pelos valores previstos no plano e os eventuais financiadores concorrerão com eles nas mesmas condições, salvo eventuais garantias.

⁴⁸¹ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida...**, p. 36.

⁴⁸² Régio Decreto n. 267/1942, art. 111-*bis*, 2º.

⁴⁸³ Régio Decreto n. 267/1942, art. 67, 3º, “e”.

⁴⁸⁴ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida...**, p. 36.

Apesar de as alterações sofridas pela lei falimentar italiana terem trazido maior estabilidade e segurança aos financiamentos concedidos às empresas em crise na Itália, o financiador enfrentará algumas limitações e riscos: (a) seu crédito não precede aqueles garantidos por hipoteca ou penhor;⁴⁸⁵ (b) concorre com outros credores extraconcursais;⁴⁸⁶ (c) em caso de inadimplemento, o credor não pode iniciar a execução forçada, quer na concordata preventiva (segundo algumas interpretações⁴⁸⁷), quer em eventual falência.⁴⁸⁸ (d) mesmo que seu crédito seja garantido, o financiador não terá a certeza de que será pago tempestivamente, pois, segundo advoga Lorenzo Stanghellini,⁴⁸⁹ o crédito provavelmente não poderá ser percebido durante concordata preventiva, enquanto numa posterior falência deverá ser previamente inserido no passivo.

Como sugestão para superar esses problemas, o jurista propõe duas alternativas.⁴⁹⁰ A primeira consiste na cessão de créditos do devedor, sejam aqueles anteriores e ainda não cedidos, sejam aqueles que vencerão durante a concordata, com o escopo de servir de garantia e desde que haja autorização expressa para o credor compensar os valores recebidos com o financiamento concedido. A segunda alternativa envolve formas de financiamento calcadas em ativos, tais como a criação de uma sociedade de propósito específico (*società-veicolo*) a quem serão cedidos os estoques de produtos da empresa. Ao credor seria oferecida a vantagem de ter um devedor que pode ser livremente executado fora do processo.

Ainda, o financiamento concedido após a aprovação do plano não será extraconcursal na hipótese de convolação em falência, porquanto não foi concedido “por ocasião ou em razão” da concordata preventiva,⁴⁹¹ mas durante sua execução. O fato de estar previsto no plano possibilita que o financiamento e a eventual garantia concedida sejam irrevogáveis em caso de falência, conforme art. 67, terceiro parágrafo, “e”, do Régio Decreto n. 267/1942.⁴⁹² Todavia, Lorenzo Stanghellini⁴⁹³ sustenta que, se o financiamento concedido depois da homologação for contemplado na proposta de concordata, autorizado

⁴⁸⁵ Régio Decreto n. 267/1942, art. 111-bis, segundo parágrafo.

⁴⁸⁶ Régio Decreto n. 267/1942, art. 111-bis, quarto parágrafo.

⁴⁸⁷ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida**..., p. 44. A dúvida se coloca a partir da redação do art. 168, primeiro parágrafo, da lei concursal italiana, o qual prevê que os credores anteriores ao decreto não podem, sob pena de nulidade, iniciar ou prosseguir com execução sobre o patrimônio do devedor. Não está claro se o decreto é o que declara a abertura da concordata preventiva (art. 162, primeiro parágrafo) ou se é aquele que a homologa após a aprovação do plano (art. 180, parágrafo terceiro).

⁴⁸⁸ Régio Decreto n. 267/1942, art. 51.

⁴⁸⁹ **Linee-guida**..., p. 44.

⁴⁹⁰ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida**..., p. 45.

⁴⁹¹ Régio Decreto n. 267/1942, art. 111, segundo parágrafo.

⁴⁹² Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida**..., p. 46.

⁴⁹³ **Linee-guida**..., p. 45.

pelo tribunal ou juiz delegado e contratado antes da homologação (embora com eficácia condicionada à homologação), ele pode adquirir prioridade numa eventual falência.

Por fim, cumpre mencionar que a Lei n. 122, de 30 de julho de 2010, acrescentou o art. 182-quarto à lei falimentar italiana, expressamente atribuindo extraconcursalidade ao financiamento concedido por bancos e intermediários financeiros na execução da concordata ou do procedimento extrajudicial denominado acordo de reestruturação de débitos (*accordo di ristrutturazione dei debiti*). A lei diz ainda que são equiparados aos extraconcursais os créditos derivados de financiamentos realizados por essas entidades em razão da apresentação do pedido de concordata ou de homologação de um acordo de reestruturação de débitos, desde que o financiamento conste no plano apresentado e sua prioridade seja expressamente autorizada pelo juiz na decisão que acolhe o pedido de concordata ou homologa o acordo extrajudicial.

7.4 A experiência britânica e o “London Approach”

Os procedimentos concursais no Reino Unido são regidos primordialmente pelo *Insolvency Act 1986*, conforme alterado pelo *Enterprise Act 2002*. São previstos um procedimento de recuperação, denominado *administration*, e três procedimentos de liquidação, quais sejam, *members' voluntary winding up*, *creditors' voluntary winding up* e *winding up by the court*.⁴⁹⁴ O pedido para instauração do procedimento recuperacional (*administration application*) pode ser feito, em conjunto ou isoladamente, pela empresa, seus administradores ou por um ou mais credores.⁴⁹⁵

Em qualquer dos procedimentos concursais, inclusive o que visa à recuperação da empresa, os administradores podem ser afastados pelo *administrator*,⁴⁹⁶ que possui amplos poderes para conduzir os negócios e nomear outros administradores. Com vistas a incentivar o uso do *administration*, a lei britânica permite que o *administrator* seja indicado extrajudicialmente pela empresa ou por seus administradores. Porém, os administradores são relutantes ao *administration application* pela probabilidade de

⁴⁹⁴ *Insolvency Act 1986*, *Section 91* e seguintes, *Section 97* e seguintes, e *Section 117* e seguintes, respectivamente.

⁴⁹⁵ *Insolvency Act 1986*, *Schedule B1*, Parágrafo 12.

⁴⁹⁶ *Insolvency Act 1986*, *Section 14*; *Schedule B1*, Parágrafo 59, e *Schedule 1* (respectivamente, sobre as funções e poderes do *administrator*).

perderem seus cargos, o que favorece a ação de investidores no sentido de influenciar as atividades da empresa em crise, extrair concessões e implementar mudanças em troca de renúncia a determinados direitos ou liberação de novos recursos para evitar que a empresa tenha que recorrer ao procedimento recuperacional.⁴⁹⁷

Além disso, a lei britânica não confere um regramento específico para os *DIP loans* nos *administration procedures*, diferentemente da lei norte-americana.

Como o *administration* raramente é utilizado para uma efetiva recuperação da empresa, prevalecendo negociações sobre a forma de alocação do resultado da venda de seus ativos, os investidores que desejam influenciar os negócios da empresa devem possuir créditos com garantia ou iniciar tratativas com o devedor e os principais interessados antes do *administration*.⁴⁹⁸

Assim, ganham força os procedimentos extraconcursais, denominados *company voluntary arrangement* (CVA)⁴⁹⁹ e *schemes of arrangement* (*Schemes*),⁵⁰⁰ além de procedimentos menos formais baseados no *Companies Act 2006* e na *Common Law*. Uma vez aprovado, o CVA vincula todos os credores aptos a votar⁵⁰¹ e determinadas informações devem ser prestadas ao tribunal.⁵⁰² Os *Schemes* demandam maior participação do juiz e requerem percentuais mais elevados de aprovação, a qual deve ocorrer em todas as classes e só pode vincular credores dissidentes se a respectiva classe tiver aprovado o acordo.⁵⁰³ Quanto aos procedimentos totalmente extrajudiciais, somente os credores signatários são vinculados e sua aprovação segue as normas de direito empresarial aplicáveis.⁵⁰⁴

Historicamente, as reestruturações de empresas no Reino Unido utilizam procedimentos totalmente extrajudiciais pelos quais os principais credores da empresa em crise se reúnem para negociar a suspensão da cobrança de seus créditos e a elaboração de um plano de recuperação para o devedor. Esse é o chamado *London Approach*.⁵⁰⁵ Todo o

⁴⁹⁷ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 742-743.

⁴⁹⁸ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 744.

⁴⁹⁹ *Insolvency Act 1986, Section 1* e seguintes.

⁵⁰⁰ *Companies Act 2006, Section 895* e seguintes.

⁵⁰¹ *Insolvency Act 1986, Section 5(2)(b)*.

⁵⁰² *Insolvency Act 1986, Sections 2(2) e 4(6)*.

⁵⁰³ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 746-747.

⁵⁰⁴ Um exemplo se deu com a empresa *Jarvis plc*, a qual trabalhou junto a um pequeno grupo de credores preferenciais e obteve moratória, novos recursos financeiros e um acordo de reestruturação em que houve a conversão de dívida em capital (cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 748).

⁵⁰⁵ Na definição da British Bankers Association, “[t]he *London Approach* can be summarised as a non statutory and informal framework introduced with the support of the Bank of England for dealing with temporary support operations mounted by banks and other lenders to a company or group in financial difficulties, pending a possible restructuring.” (**London Approach**. Feb. 2004. Disponível em:

processo tramita fora dos tribunais, com características de um “acordo de cavalheiros”, no qual a cooperação e a aquiescência são elementos fundamentais. Na ausência deles, o Banco da Inglaterra intervém para auxiliar.⁵⁰⁶

Para entender seu funcionamento, três fatores devem ser ressaltados: a postura extremamente pró-credor da legislação falimentar britânica, a importância do crédito bancário para os maiores devedores do Reino Unido e o tradicional papel do Banco da Inglaterra na coordenação de soluções informais às crises financeiras das empresas.⁵⁰⁷

Em linhas gerais, a Abordagem de Londres compreende duas fases.⁵⁰⁸

A primeira delas tem início com a notificação do devedor aos bancos, informando sobre as dificuldades financeiras pelas quais passa e sobre a intenção de renegociar suas dívidas. Neste momento, os bancos acordam entre si a suspensão de ações contra o devedor por alguns meses e a manutenção das linhas de crédito existentes, na medida em que tenham sido utilizadas. Ademais, quando for necessário, os bancos concedem capital de giro adicional para a manutenção das atividades da empresa, sobre o qual é acordada prioridade de pagamento em relação aos empréstimos em aberto. Durante o período de suspensão, uma equipe de contadores avalia as finanças da empresa e os resultados obtidos nortearão uma decisão coletiva sobre seu destino: se ela for viável, haverá reestruturação financeira; do contrário, as perdas incorridas pelos credores ao aderir ao período de suspensão serão rateadas na medida da exposição de cada um no início do procedimento.

A segunda fase consiste na negociação e implementação de um plano de reestruturação, que pode compreender diversas estratégias. As negociações são conduzidas por um banco líder, geralmente o maior credor ou o mais experiente. Em alguns casos, dois ou mais bancos formam um comitê diretor que atua como intermediário entre a equipe de

<<http://www.bba.org.uk/policy/article/london-approach/fx-and-money-markets-policy/>>. Acesso em: 27 dez. 2011.). Tradução nossa: “[a] Abordagem de Londres pode ser resumida como um sistema privado e informal, introduzido com o ajuda do Banco da Inglaterra para lidar com o auxílio temporário das operações, elaborado por bancos e outros credores para uma empresa ou grupo em dificuldades financeiras, na pendência de uma possível reestruturação.”

⁵⁰⁶ Cf. HARNER, Michelle M. *The corporate...*, p. 766. A história do *London Approach* data do início dos anos 70 do século passado, quando uma crise no setor de bancos menores do Reino Unido provocou a intervenção em larga escala do Banco da Inglaterra. Da mesma forma, diversas empresas não-financeiras altamente lucrativas entraram em crise e a instituição transmitiu sua experiência com crises bancárias para orquestrar o apoio às operações daquelas empresas, atuando como uma espécie de intermediário para agregar todos os envolvidos. No início dos anos 90, por decisões políticas, o papel do Banco da Inglaterra se tornou menos evidente e a responsabilidade pela administração das reestruturações extrajudiciais foi devolvida ao mercado (cf. ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms in private insolvency: the "London Approach" to the resolution of financial distress*, 1 *J. Corp. L. Stud.*, June 2001, p. 33-34).

⁵⁰⁷ Cf. ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms...*, p. 31-33. Segundo os autores, dependendo do tamanho e das políticas de financiamento da empresa, ela pode manter relações creditícias com mais de duzentos bancos, inclusive por meio de empréstimos sindicalizados.

⁵⁰⁸ Cf. ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms...*, p. 34-37.

contadores e as demais instituições financeiras, viabilizando a troca de informações. É comum que a implementação do plano esteja condicionada a um contínuo apoio financeiro para as operações da empresa.⁵⁰⁹

O procedimento é sigiloso e os envolvidos celebram acordos de confidencialidade, de modo que trabalhadores, credores comerciais e mesmo acionistas provavelmente não terão conhecimento quando a reestruturação estiver acontecendo.⁵¹⁰

A maior função do *London Approach* é minimizar os custos de transação da renegociação e assegurar a cada credor que ela é a opção mais racional. Nesse contexto, o desincentivo à concessão de novos créditos, fundado basicamente no excesso de dívidas da empresa e na equiparação aos credores já existentes, é superado pela atribuição de prioridade de pagamento dos novos recursos emprestados pelos bancos à empresa.⁵¹¹

O grande desafio desse tipo de procedimento está na garantia de cumprimento do acordo por todos os envolvidos, inclusive no que se refere à prioridade atribuída aos novos recursos emprestados. Para induzir a observância das normas firmadas, alguns elementos têm papel de destaque, tais como: (a) a atuação do Banco da Inglaterra como regulador e a influência que pode exercer com seu poder de mercado, embora tal assertiva seja questionável, especialmente pelo sigilo das negociações;⁵¹² (b) as convenções no âmbito do *London Approach* são autoexequíveis, dado que nenhum credor tem incentivos a desobedecê-las, pois isso induziria os demais a fazer o mesmo e diminuiria o retorno de todos;⁵¹³ (c) a internalização de normas de equidade nas negociações que limitam atitudes das partes no sentido de demandar vantagens que ultrapassam a divisão proporcional dos resultados obtidos após o acordo;⁵¹⁴ e (d) normas de cooperação recíproca para persuadir os credores a participar e respeitar o acordo, sob pena de represália em outros acordos semelhantes ou mesmo exclusão da participação deles.⁵¹⁵

⁵⁰⁹ Cf. MCCORMACK, Gerard. *Corporate...*, p. 429.

⁵¹⁰ Cf. ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms...*, p. 37.

⁵¹¹ Cf. ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms...*, p. 38-39. Segundo os autores, a prioridade atribuída aos novos recursos elimina o problema denominado *debt overhang*. Trata-se de situação em que o grau de endividamento dificulta a tomada de novos recursos, ainda que destinados a investimentos em projetos lucrativos.

⁵¹² Para críticas ao papel coercitivo do Banco da Inglaterra, cf. ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms...*, p. 41.

⁵¹³ John Armour e Simon Deakin explicam que as convenções enfatizam a existência de um conhecimento geral ou entendimentos comuns entre a população de agentes como base para os efeitos coordenados das normas. Seria do interesse de cada um dos agentes observar a respectiva convenção, pois há uma expectativa de que os outros agentes desse grupo façam o mesmo. Uma vez estabelecidas, as convenções podem ser autoexequíveis com toda aparência de uma ordem sem o direito ("*order without law*") (*Norms...*, p. 29).

⁵¹⁴ Cf. ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms...*, p. 42-44.

⁵¹⁵ Cf. ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms...*, p. 45-46.

O *London Approach* teve papel relevante por muitos anos, enquanto as dívidas das empresas eram concentradas em um número relativamente pequeno de credores. Entretanto, desde 2001, sua utilização foi sendo reduzida devido à menor concentração das dívidas empresariais e a maior desintermediação financeira, com a ascensão do mercado de títulos de dívida.⁵¹⁶ Outros fatores que colaboraram para uma desestabilização das práticas reguladas pela Abordagem de Londres foram a globalização dos mercados financeiros a partir dos anos 90 e o desenvolvimento dos mercados de dívida de empresas em dificuldade.⁵¹⁷

Visando difundir essa prática, o *INSOL Lenders Group*, sob os auspícios da *INSOL International*, associação internacional formada por profissionais da área de insolvência, desenvolveu uma espécie de código de conduta com oito princípios a serem observados pelos maiores credores de uma empresa em dificuldades na busca de uma reorganização fora dos tribunais.⁵¹⁸ Interessa-nos especialmente o oitavo princípio, segundo o qual os recursos adicionais fornecidos durante os procedimentos de reestruturação devem ser pagos, tanto quanto possível, com prioridade em relação a outros créditos detidos pelos credores mais importantes contra a empresa devedora.⁵¹⁹

O caminho mais fácil para obter tal prioridade é por meio da outorga de garantias que confirmam essa vantagem ao credor. Todavia, em alguns casos, a existência de outros credores com garantia torna essa opção inviável e os principais credores não terão outra opção a não ser partilhar as perdas entre si, para garantir que o novo crédito tenha prioridade (*e.g.*, acordando que os pagamentos a eles realizados pelo devedor serão destinados primeiramente à liquidação dos novos créditos).⁵²⁰

Sempre que apropriado, todos os principais credores deveriam ter a oportunidade de fornecer dinheiro novo à empresa em crise, na proporção de seus créditos preexistentes. Contudo, o grupo entende que bancos e outras instituições financeiras podem conceder

⁵¹⁶ Cf. HARNER, Michelle M. *The corporate...*, p. 766.

⁵¹⁷ Cf. ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms...*, p. 48.

⁵¹⁸ INSOL INTERNATIONAL. *Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts*. London, Oct. 2000. Disponível em: <<https://insol.org/page/57/statement-of-principles>>. Acesso em: 17 jul. 2012. Em linhas gerais, os princípios tratam de cooperação e coordenação entre os principais credores; concessão de um prazo para elaboração de uma proposta de reestruturação; suspensão de medidas constritivas durante esse prazo; formação de comitês de credores; ampla divulgação, aos principais credores, de informações sobre a situação financeira e os negócios do devedor, resguardada a confidencialidade por parte desses credores. Por fim, o acordo deve observar a respectiva lei aplicável e a posição relativa de cada um dos principais credores.

⁵¹⁹ Cf. INSOL INTERNATIONAL. *Statement...*, p. 33.

⁵²⁰ Cf. INSOL INTERNATIONAL. *Statement...*, p. 34.

crédito diretamente, de forma individual ou conjunta, mas a exposição de outros credores relevantes a esses novos créditos poderia ser limitada.⁵²¹

7.5 Portugal

O direito português, em matéria falimentar, é representado pelo Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), instituído pelo Decreto-lei n. 53/2004 de 18 de março, conforme alterado. A finalidade precípua do processo de insolvência de Portugal é ditada pelo art. 1º do CIRE e consiste na liquidação do patrimônio do devedor para satisfação dos interesses dos credores ou em um plano de insolvência com a mesma finalidade, mas que se baseie na recuperação da empresa. Há uma única via processual que pode acarretar uma ou outra solução, conforme decisão dos credores, a quem incumbe nomear também o administrador da insolvência.⁵²²

Nos termos do art. 220 do CIRE, o plano de insolvência que implique o encerramento do processo pode prever que a sua execução seja fiscalizada pelo administrador da insolvência e que a autorização deste seja necessária para a prática de determinados atos.

O plano pode prever, ainda, segundo o art. 221, números 1 e 2, que os créditos constituídos durante o período de fiscalização do plano pelo administrador da insolvência,⁵²³ até certo limite global, tenham prioridade em relação aos chamados créditos sobre a insolvência,⁵²⁴ desde que essa prioridade seja reconhecida expressamente e por escrito no plano, com indicação do montante abrangido e confirmação pelo administrador da insolvência. Também haverá prioridade dos novos créditos em relação a outros créditos contratuais constituídos durante o período da fiscalização.

O tratamento da matéria no direito português limita as possibilidades de obtenção de financiamentos pelo devedor em crise. Isso porque, em primeiro lugar, a prioridade dos novos créditos não decorre de lei, mas da vontade dos credores, condicionada à confirmação pelo administrador da insolvência. Em segundo lugar, a prioridade é limitada

⁵²¹ Cf. INSOL INTERNATIONAL. **Statement...**, p. 35.

⁵²² Cf. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **Recuperação judicial...**, p. 100.

⁵²³ Segundo o art. 220, número 6, do CIRE, o período de fiscalização não pode ultrapassar três anos.

⁵²⁴ Conforme art. 47, números 1 e 2, do CIRE, créditos sobre a insolvência são os “créditos de natureza patrimonial sobre o insolvente, ou garantidos por bens integrantes da massa insolvente, cujo fundamento seja anterior à data dessa declaração.”

ao valor global fixado no plano, o que pode não refletir as necessidades que a empresa pode vir a ter, especialmente diante de infortúnios como crises macroeconômicas e catástrofes naturais. Por fim, a prioridade ocorre somente em um novo processo de insolvência, em relação aos créditos anteriores à declaração de insolvência e sobre os contratos constituídos durante o período de fiscalização, no qual o plano é cumprido.

Até a homologação do plano, pode ser que a empresa necessite de recursos para manter suas atividades. Se os novos créditos forem considerados atos de gestão corrente, o devedor pode contraí-los, exceto se o administrador da insolvência se opuser.⁵²⁵ Tratando-se de ato de administração extraordinária, a contratação depende do consentimento dele.⁵²⁶

A lei não atribui prioridade aos novos créditos contraídos no período entre declaração de insolvência e a aprovação do plano, concluindo-se que eles serão tratados como dívidas da massa,⁵²⁷ as quais devem ser pagas pelo administrador da insolvência “antes do encerramento do processo que decorra da aprovação do plano de insolvência”.⁵²⁸

Em 20 de abril de 2012, foi promulgada a Lei n. 16/2012, que promoveu grandes alterações no CIRE ao revigorar os processos que objetivam salvar a empresa em crise. Assim, foi criado o processo especial de revitalização, destinado ao devedor comprovadamente em situação econômica difícil ou em estado de insolvência iminente, mas suscetível de recuperação, permitindo-lhe estabelecer negociações com os credores, que podem resultar na aprovação de um plano de recuperação.⁵²⁹ Há a manutenção do devedor nas atividades e um administrador judicial provisório será nomeado para participar das negociações, orientar e fiscalizar os trabalhos, evitando expedientes dilatórios ou prejudiciais.

No art. 17-H, número 1, instituiu-se a possibilidade de o devedor outorgar garantias aos seus credores durante o processo especial de revitalização, com a finalidade de proporcionar àquele “os necessários meios financeiros para o desenvolvimento da sua atividade”, garantias essas que serão mantidas ainda que o devedor seja declarado insolvente nos dois anos subsequentes ao término do processo. Por outro lado, o número 2 do artigo em apreço atribui “privilégio creditório mobiliário geral” aos credores que, no curso do processo, financiarem as atividades da empresa, disponibilizando-lhe capital para sua revitalização. Tal crédito será graduado “antes do privilégio creditório mobiliário geral

⁵²⁵ Art. 226, número 2, “a”, CIRE.

⁵²⁶ Art. 226, número 2, “b”, CIRE.

⁵²⁷ Art. 51, CIRE.

⁵²⁸ Art. 219, CIRE.

⁵²⁹ Art. 17-A e seguintes, CIRE.

concedido aos trabalhadores”. Note-se que as disposições do art. 17-H são aplicáveis, com as devidas adaptações, aos acordos extrajudiciais de recuperação, nos termos do art. 17-I do CIRE.

7.6 França

Em matéria de recuperação de empresas, a França possui os procedimentos de *sauvegarde* e *redressement judiciaire*.⁵³⁰ A diferença essencial entre ambos está na cessação de pagamentos, requisito essencial do *redressement judiciaire*. Já o procedimento de *sauvegarde* consiste na supervisão da atividade empresarial, realizado por pessoas independentes (*commissaires aux comptes*) perante o Tribunal de Comércio, cujo presidente é um empresário e, portanto, mais preparado para avaliar a crise da empresa.⁵³¹

A necessidade de conferir tratamento preferencial aos créditos concedidos às empresas após a abertura de um procedimento concursal é há muito tempo reconhecida na França. Antes da Lei n. 85-98, de 25 de janeiro de 1985, que introduziu as bases do atual regime concursal francês, a prioridade dos novos créditos era resultado de construção jurisprudencial calcada na noção de “massa” (*masse*), que era entendida como uma pessoa jurídica cujos sócios respondiam conjuntamente pelos créditos anteriores à abertura do procedimento concursal, quirografários ou titulares de privilégio geral. Os credores surgidos posteriormente eram excluídos dessa relação por serem considerados credores *da* massa (*créanciers de la masse*) e podiam agir individualmente para reaver seus créditos com prioridade em relação aos credores preexistentes, denominados credores *dentro da* massa (*créanciers dans la masse*).⁵³²

Em sua atual redação, que vigora desde 2008, o art. L622-17 do *Code de Commerce* francês prevê que os créditos regularmente concedidos ao devedor após a aprovação judicial para abertura de um procedimento de *sauvegarde* ou de *redressement judiciaire*, com o fim de permitir o desenvolvimento do processo ou do *période*

⁵³⁰ Respectivamente, arts. L620-1 a 627-4 e L631-22 a L632-4, *Code de Commerce*.

⁵³¹ Cf. FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Falência**..., p. 222-223.

⁵³² Cf. JACQUEMONT, André. **Droit**..., p. 162-163. A distinção se assemelha àquela feita no revogado Decreto-lei n. 7.661/45 entre os créditos da massa e os créditos da falência (arts. 124 e 125), sobre a qual trataremos adiante.

d'observation,⁵³³ assim como os créditos resultantes de serviços prestados ao devedor nesse período, serão pagos no respectivo vencimento. Em caso de inadimplemento, terão assegurada a prioridade de pagamento em relação a todos os outros créditos, mesmo os privilegiados ou com garantias, excetuados os créditos trabalhistas, os decorrentes de custos do processo e os créditos concedidos durante os procedimentos de prevenção de dificuldades para assegurar a manutenção das atividades, bem como os bens ou serviços, pelo respectivo valor, concedidos neste período com o mesmo propósito.

Dentre os créditos novos, serão pagos primeiramente determinados créditos salariais. Em seguida, empréstimos e demais créditos resultantes da execução de contratos de duração, cujo contratante aceitou receber pagamento diferido, desde que tenham sido autorizados pelo juiz comissário, na medida em que sejam essenciais à continuidade dos negócios durante o período de observação, excluídos eventuais ressarcimentos de prejuízos e penalidades. Por fim, serão pagos os demais créditos, de acordo com sua respectiva classificação.⁵³⁴ Todos esses créditos novos, se ainda não pagos, perdem a prioridade conferida pela lei caso não sejam levados, dentro de um ano a partir do fim do período de observação, ao conhecimento do administrador judicial ou de quem o substituir durante o cumprimento do plano ou em eventual liquidação.⁵³⁵

O nível de prioridade conferido pela lei francesa ao financiador é visto como insuficiente por alguns autores⁵³⁶ por não proporcionar a adequada proteção demandada nessas circunstâncias. Contudo, defendem que a prática seria facilitada, em tese, por meio de operações como os empréstimos sindicalizados.

Por fim, a doutrina⁵³⁷ menciona determinadas situações em que alguns credores poderiam ser pagos antes dos credores posteriores. São elas: (a) credor anterior que exerce direito de retenção sobre um bem pertencente ao devedor e que, sob certas condições, deve ser pago para renunciar ao direito de retenção; (b) credor pignoratício a quem pode ser entregue em pagamento o bem apenhado; e (c) vendedor de bem móvel com reserva de domínio que é pago imediatamente para evitar a reivindicação do bem.

⁵³³ De acordo com o art. L621-3 do *Code de Commerce*, o *période d'observation* possui duração de seis meses a partir da abertura do procedimento pelo tribunal, prazo que pode ser renovado uma vez mediante pedido do administrador, do devedor ou do Ministério Público. Excepcionalmente, esse prazo pode ser prolongado a pedido do Procurador da República por decisão motivada do tribunal, até um prazo fixado pelo Conselho de Estado.

⁵³⁴ Art. L622-17, III, *Code de Commerce*.

⁵³⁵ Art. L622-17, IV, *Code de Commerce*.

⁵³⁶ Cf. VERMEILLE, Sophie; PIETRANCOSTA, Alain. A Critical Appraisal of French Bankruptcy Law Through the Lens of the Law and Economics Movement: A Solution for the Future? 2010, p. 35-36. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1959420>>. Acesso em: 02 fev. 2012.

⁵³⁷ Cf. JACQUEMONT, André. *Droit...*, p. 176.

7.7 Espanha

A crise das empresas na Espanha é regulada pela *Ley 22/2003*, de 9 de julho, em vigor desde 01 de setembro de 2004, conforme alterada. É previsto um único procedimento, que pode se desdobrar em duas soluções distintas: *convenio* ou *liquidación*. Esta é destinada às empresas irrecuperáveis, procedendo-se à alienação do ativo para pagamento dos credores, enquanto aquela permite que o devedor apresente uma proposta de pagamento ou prorrogação das dívidas, conversão destas em participação societária e assim por diante.

Antes da abertura do processo, na seara extrajudicial, o devedor pode negociar uma *propuesta anticipada de convenio* ou um *acuerdo de refinanciación*. Este deverá contar com credores titulares de pelo menos três quintos do total do passivo e implicar significativo aumento do crédito disponível, renegociação de dívidas ou outra medida que seja parte de um plano de viabilidade que permita a continuidade do negócio no curto e médio prazo, devendo, ainda, ter sido avaliado por um especialista independente indicado pelo registro de comércio.⁵³⁸

Os créditos resultantes de obrigações validamente contraídas durante o procedimento judicial pela administração concursal ou pelo devedor, mediante autorização daquela, serão classificados como créditos contra a massa,⁵³⁹ os quais são pagos com precedência em relação aos créditos concursais em caso de *liquidación*.⁵⁴⁰

No contexto das recentes reformas implementadas pela *Ley 38/2011*, de 10 de outubro, em vigor desde janeiro de 2012, cinquenta por cento dos créditos relativos a recursos fornecidos nos termos de um *acuerdo de refinanciación* também serão classificados como créditos contra a massa em caso de declaração de insolvência.⁵⁴¹ A outra metade será crédito concursal com privilégio geral,⁵⁴² que possui prioridade em

⁵³⁸ Art. 71, item 6, 1º e 2º, *Ley 22/2003*.

⁵³⁹ Art. 84, item 1, 9º, *Ley 22/2003*.

⁵⁴⁰ Art. 154, *Ley 22/2003*.

⁵⁴¹ Art. 84, item 1, 11º, *Ley 22/2003*.

⁵⁴² Art. 91, 6º, *Ley 22/2003*.

relação aos créditos ordinários ou subordinados, mas em grau inferior aos créditos com privilégio especial e outros com privilégio geral.⁵⁴³

7.8 Holanda

A principal fonte do direito concursal holandês é o *Faillissementswet*, datado de 1893 que, embora modificado diversas vezes, permanece virtualmente o mesmo até os dias de hoje. Os procedimentos mais importantes que abarca são a suspensão de pagamentos (*surseance van betaling*) e a falência (*faillissement*): o primeiro voltado à reorganização do devedor, enquanto o segundo, por óbvio, visa à liquidação de seus ativos para pagamento dos credores.⁵⁴⁴

Referido diploma não contém previsão específica para que o devedor obtenha crédito durante o procedimento de suspensão de pagamentos. Contudo, qualquer financiamento necessário é normalmente obtido via linhas de crédito concedidas à massa (*boedelkrediet*) e o crédito surgido constitui crédito contra a massa (*boedelschulden*), o qual deve ser pago, ou ao menos ter seu pagamento assegurado, no vencimento, pois, do contrário, o juiz rejeitará o plano proposto pelo devedor (*Akkoord*). Por fim, a lei holandesa não prevê mecanismo de *priming lien* como nos Estados Unidos.⁵⁴⁵

7.9 Colômbia

O vigente regime de insolvência empresarial da Colômbia foi estatuído pela *Ley 1116* de 2006 e tem por objeto a proteção do crédito e a recuperação e conservação da empresa como unidade de exploração econômica e fonte geradora de empregos, mediante os processos de reorganização e liquidação judicial, sempre sob o critério de agregação de

⁵⁴³ Para as principais alterações introduzidas pela *Ley 38/2011*, cf. BURGUERA, Alberto Núñez-Lagos; HERNANDEZ, Angel Alonso. The reform of the Spanish Insolvency Act: Will it help to restructure businesses? *Eurofenix – The journal of INSOL Europe*, n. 46, Winter 2012, p. 26-27. Disponível em: <<http://www.insol-europe.org/publications/eurofenix-past-issues/>>. Acesso em: 14 maio 2012.

⁵⁴⁴ Cf. DECLERCQ, Peter J. M. Restructuring European Distressed Debt: Netherlands Suspension of Payment Proceeding ... The Netherlands Chapter 11? *77 Am. Bankr. L.J.*, 2003, p. 384.

⁵⁴⁵ Cf. DECLERCQ, Peter J. M. *Restructuring...*, p. 392.

valor. A reorganização é feita por meio de um acordo com os credores sobre a reestruturação operacional, administrativa ou financeira do devedor, enquanto a liquidação deve ser tempestiva e ordenada, buscando o melhor aproveitamento do patrimônio do falido. Em todos os casos, a lei propicia e protege a boa-fé nas relações comerciais e patrimoniais.⁵⁴⁶

Conforme o art. 41 da lei colombiana, os credores que emprestaram novos recursos ao devedor ou se comprometeram a fazê-lo durante o cumprimento do plano gozarão da mesma prioridade atribuída aos créditos fiscais, em bases proporcionais, inclusive quando decretada a falência. Para esse fim, a prioridade será conferida aos créditos anteriores, de maneira que cada *peso* colombiano emprestado conferirá prioridade de pagamento a um *peso* colombiano sujeito aos efeitos do processo. Não gozarão dessa prioridade as dívidas convertidas em capital e a continuação dos contratos de trato sucessivo.⁵⁴⁷

Caso haja ingresso de novos recursos via aumento de capital durante o processo e o cumprimento do plano, os investidores terão, além das vantagens anteriores, no momento da liquidação, privilégio no reembolso de seu remanescente frente a outros aportes e até o montante dos novos recursos aportados.⁵⁴⁸

Além disso, os credores que emprestarem novos recursos ao devedor, perdoarem parcialmente suas obrigações, derem quitação ou concederem prazos de carência especiais, poderão obter, como contrapartida, as vantagens concedidas no plano a todos os credores que concederam os mesmos benefícios ao devedor.⁵⁴⁹

Por fim, quando forem concedidos empréstimos para financiar o pagamento de pensões ou para fazer sua substituição, eles terão o mesmo privilégio dos créditos dos trabalhadores para os quais o pagamento foi feito ou comutado.⁵⁵⁰

7.10 Japão

⁵⁴⁶ Art. 1º, Ley 1116 de 2006.

⁵⁴⁷ A ordem de preferência dos créditos contra as empresas em recuperação obedecem ao disposto no Código Civil colombiano (art. 2.488 e seguintes), ressalvadas as hipóteses previstas na lei concursal. Os créditos tributários estão na mesma classe de créditos como os trabalhistas e custas judiciais incorridas no interesse geral dos credores, mas a inexistência de bens suficientes para pagar todos os créditos insere o fisco atrás dos demais credores dessa classe na ordem de pagamento. Ademais, os créditos dessa classe não se estendem aos imóveis hipotecados, salvo se não houver outros bens para saldá-los.

⁵⁴⁸ Cf. PAUCAR, Jaime Alberto Arrubla. **Las Garantías y los Privilegios Frente a la Ley de Insolvencia**. [entre 2007 e 2011]. Disponível em: <<http://www.udem.edu.co/NR/rdonlyres/AA63DC4C-A632-43A3-9498-E9DF9D4152D0/0/JaimeAlbertoArrublaPaucar.pdf>>. Acesso em: 04 jan. 2012.

⁵⁴⁹ Cf. PAUCAR, Jaime Alberto Arrubla. **Las Garantías...**

⁵⁵⁰ Art. 34, Ley 1116 de 2006.

O tratamento da insolvência empresarial no Japão é regido pela Lei n. 225, de 22 de dezembro de 1999 – denominada Lei de Reabilitação Civil ou *minji saisei ho* – em vigor desde abril de 2000, quando revogou a antiga Lei das Concordatas de 1922 (*wagi ho*) e se tornou o procedimento reorganizacional mais utilizado naquele país.⁵⁵¹ Porém, às sociedades por ações japonesas, aplica-se a Lei de Reorganização de Companhias, de 1952 (*kaisha kosei ho*),⁵⁵² cuja estrutura básica se assemelha ao *Chapter X* do revogado *Chandler Act* norte-americano e prevê o afastamento da administração, que fica a cargo de profissionais indicados pelo juiz (*kosei kanzai-nin*).⁵⁵³

Ambas as leis autorizam a concessão de financiamento interino para manter as atividades do devedor durante a recuperação, mediante a atribuição de prioridade similar às *administrative expenses* dos Estados Unidos. Todavia, os dispositivos não são tão sutis como naquele país e não há previsão para “superprioridades”.⁵⁵⁴

No contexto da Lei de 1999, os créditos constituídos após o início do procedimento de recuperação para o “interesse comum dos credores” são automaticamente enquadrados numa categoria denominada “créditos de benefício comum” (*kyoei saiken*).⁵⁵⁵ Por sua vez, os empréstimos contraídos entre a data do pedido para instauração do processo e seu deferimento pelo juiz, se indispensáveis à continuação das atividades, serão tratados como *kyoei saiken* desde que o juiz ou um supervisor por ele apontado assim autorize.⁵⁵⁶ Essa autorização não é necessária quando a condução dos negócios couber a um administrador provisório apontado pelo tribunal.⁵⁵⁷ A disciplina é similar na Lei de Reorganização de Companhias.⁵⁵⁸

⁵⁵¹ Cf. TANAKA, Wataru. Extinguishing security interests: Secured claims in Japanese business reorganization law and some policy implications for U.S. Law. **Emory Bankruptcy Developments Journal**, v. 22, 2006, p. 433.

⁵⁵² Para uma breve análise desses dois diplomas, cf. TANAKA, Wataru. **Extinguishing...**, p. 434-441.

⁵⁵³ Cf. TANAKA, Wataru. **Extinguishing...**, p. 435. David A. Skeel, Jr. relaciona o afastamento da administração da empresa em crise à estrutura de capital das companhias abertas japonesas, altamente concentrada nas mãos de grandes bancos, dos quais algum figura como principal fornecedor de crédito à empresa (**An Evolutionary...**, p. 1338).

⁵⁵⁴ Cf. ANDERSON, Kent. Small Businesses Reorganizations: An Examination of Japan's Civil Rehabilitation Act Considering U.S. Policy Implications and Foreign Creditors' Practical Interests. **75 Am. Bankr. L.J.**, 2001, p. 387.

⁵⁵⁵ Art. 119, (v), Lei n. 225, de 22/12/1999.

⁵⁵⁶ Art. 120, (1) a (3), Lei n. 225, de 22/12/1999. Sobre a importância dos financiamentos concedidos nesse estágio, vide comentários em 6.4 *supra*.

⁵⁵⁷ Art. 120, (4), Lei n. 225, de 22/12/1999.

⁵⁵⁸ Cf. BUFFORD, Hon. Samuel L.; YANAGIDA, Kazuhiro. Japan's Revised Laws on Business Reorganization: An Analysis. **39 Cornell Int'l L.J.**, 2006, p. 38.

Os *kyoeiki saiken* estão excluídos da recuperação e podem ser pagos a qualquer momento, com preferência em relação aos créditos sujeitos ao procedimento. Todavia, quando os novos credores promovem execuções ou arrestos contra os ativos do devedor, se tal medida causar significativas dificuldades à recuperação e o devedor possuir bens de grande liquidez, o juiz pode, de ofício ou mediante pedido do devedor, determinar a suspensão ou revogação da medida constritiva, exigindo ou não a apresentação de garantias.⁵⁵⁹

No procedimento de recuperação previsto na Lei n. 225 de 1999, os *kyoeiki saiken* concorrem com os créditos que possuem prioridade geral⁵⁶⁰ e podem ser pagos a qualquer momento fora da recuperação e antes dos créditos quirografários. Contudo, se houver convolação em falência, os *kyoeiki saiken* são pagos antes dos créditos com prioridade geral, mas após os créditos com garantia.⁵⁶¹ A grande desvantagem desse procedimento recuperacional consiste no fato de que os créditos com garantia real não se sujeitam ao *automatic stay*, via de regra,⁵⁶² e não podem ser modificados pelo plano de recuperação.⁵⁶³ A garantia, se indispensável à continuidade dos negócios, pode ser extinta mediante pedido ao juiz e depósito do montante equivalente ao valor do bem gravado.⁵⁶⁴

Caso não haja ativos suficientes para pagamento de todos os créditos de benefício comum surgidos com amparo na Lei de Reorganização de Companhias, eles serão tratados de maneira igual e serão pagos proporcionalmente. Por outro lado, na Lei n. 225, esses créditos estão abaixo de outros cuja prioridade advém da lei aplicável às empresas solventes.⁵⁶⁵

⁵⁵⁹ Art. 121, (1) a (3), Lei n. 225, de 22/12/1999.

⁵⁶⁰ Nessa categoria se incluem salários e tributos vencidos antes da abertura do processo. No diploma de 1952, os salários vencidos até seis meses antes do início do processo são classificados como “créditos de benefício comum” e os tributos anteriores a essa data são tratados como créditos quirografários (cf. BUFFORD, Hon. Samuel L.; YANAGIDA, Kazuhiro. *Japan's...*, p. 14-15).

⁵⁶¹ Cf. ANDERSON, Kent. *Small...*, p. 387-388. Por isso, o autor observa que os potenciais credores deverão estimar se todos os créditos posteriores ao pedido, uma vez somados, serão superiores ao valor dos ativos desonerados, o que torna o financiamento das empresas em crise no Japão menos generoso do que as regras de “superprioridade” dos Estados Unidos.

⁵⁶² A exceção está no art. 31, pelo qual o juiz pode autorizar a suspensão por um “período razoável”, quando entender que ela se dá no interesse comum dos credores da recuperação e não causa prejuízo indevido ao exequente, não se aplicando a suspensão quando se tratar de créditos posteriores ao pedido ou que tenham privilégio geral. Na Lei de Reorganização de Companhias de 1952, a suspensão das execuções aplica-se a todos os créditos com garantia, a não ser que o juiz entenda que a garantia é dispensável à recuperação da empresa (cf. BUFFORD, Hon. Samuel L.; YANAGIDA, Kazuhiro. *Japan's...*, p. 11).

⁵⁶³ Art. 177 (2), Lei n. 225, de 22/12/1999.

⁵⁶⁴ Art. 148 (1), Lei n. 225, de 22/12/1999. Determinados autores enfatizam que essa medida pode diminuir os custos de transação oriundos de negociações com os credores garantidos para evitar a venda dos bens da gravados (cf. TANAKA, Wataru. *Extinguishing...*, p. 478-479).

⁵⁶⁵ Cf. BUFFORD, Hon. Samuel L.; YANAGIDA, Kazuhiro. *Japan's...*, p. 38.

Na hipótese de convalidação de qualquer dos procedimentos em falência, as prioridades dos créditos de benefício comum permanecem sobre os quirografários e eles são pagos proporcionalmente ao valor do crédito de cada um. No entanto, os credores que incorreram em despesas processuais para o benefício geral de todos eles, custos de preservação e venda de bens ou custos de distribuição possuem prioridade sobre outros créditos de benefício comum.⁵⁶⁶

Conforme adiantamos, no Japão, o novo credor não pode obter prioridade em relação a outros credores com a mesma garantia, como ocorre nos Estados Unidos. Portanto, é provável que essa prioridade seja obtida em relação a recebíveis e estoques desonerados, pois essas modalidades não são populares fora de um contexto reorganizacional naquele país.⁵⁶⁷

7.11 China

Para atender às demandas de uma economia de mercado, a China reformou seu sistema concursal em 2006. Em vigor desde 01 de junho de 2007, a Lei de Falências de Empresas da República Popular da China (*Zhonghua Renmin Gongheguo qi ye po chan fa*)⁵⁶⁸ (LFRPC) assemelha-se, em alguns aspectos, à lei concursal dos Estados Unidos, contemplando institutos como a manutenção do devedor na administração dos negócios (embora condicionada à aprovação do juiz), o período de exclusividade para apresentação do plano de recuperação, a divisão dos credores em classes para efeitos de votação do plano e o sistema de confirmação do acordo pelo juiz.⁵⁶⁹

⁵⁶⁶ Cf. BUFFORD, Hon. Samuel L.; YANAGIDA, Kazuhiro. **Japan's...**, p. 39.

⁵⁶⁷ Cf. BUFFORD, Hon. Samuel L.; YANAGIDA, Kazuhiro. **Japan's...**, p. 39. Assim aconteceu com a empresa *Nakamura Jozo*, cuja crise financeira ocasionada por investimentos ineficientes motivou o pedido de recuperação pela *minji saisei ho* em janeiro de 2006. Para manter as atividades, a empresa obteve financiamento junto ao Banco de Desenvolvimento do Japão oferecendo como garantia seu estoque de molho de soja não pasteurizado. Embora os estoques sejam geralmente considerados uma garantia secundária quando a empresa está em enorme dificuldade financeira, o banco aceitou-os após obter uma avaliação criteriosa desses bens. Em novembro de 2006, o processo de recuperação havia sido encerrado e o soerguimento da empresa foi concretizado (cf. DEVELOPMENT BANK OF JAPAN. **Case History: Nakamura Jozo Co., Ltd.** Disponível em: <<http://www.dbj.jp/en/service/finance/dip/nakamura.html>>. Acesso em: 03 jan. 2012).

⁵⁶⁸ Cf. REN, Yongqing. **The "Control Model"**..., p. 178 (nota).

⁵⁶⁹ Acerca das semelhanças entre o sistema falimentar chinês e o norte-americano, cf. REN, Yongqing. **The "Control Model"**..., p. 178-181.

Durante o período em que estiver em recuperação, que, como regra, vai desde a data da aprovação do pedido pela Corte Popular até a confirmação do plano por esse órgão,⁵⁷⁰ o devedor que tiver obtido permissão judicial para continuar na administração do negócio pode obter financiamento com o fim de manter o curso das atividades, permitindo-se o oferecimento de garantias ao financiador, porém sem lhe conferir *status* de credor extraconcursal ou prioridades em relação aos demais credores com garantia.⁵⁷¹

Tal característica impede a modificação dos direitos dos credores preexistentes quanto às garantias que eles possuem, como ocorre no direito norte-americano. Entretanto, é muito difícil a obtenção de novos recursos pelo devedor em recuperação, especialmente quando não houver bens que possam ser oferecidos em garantia.

Uma peculiaridade do sistema concursal chinês reside na possibilidade de indicação de uma comissão formada por profissionais do governo para atuar como administradora judicial do caso. A lógica dessa participação do governo no processo está, dentre outros fatores, na maior facilidade para atrair novos recursos à conta de tratamento preferencial concedido por governos locais, v.g., em matéria de tributos ou direitos de uso do solo.⁵⁷²

7.12 Singapura

⁵⁷⁰ Arts. 72, 86 e 87, LFERPC.

⁵⁷¹ Art. 75, LFERPC.

⁵⁷² Cf. REN, Yongqing. **The "Control Model"**..., p. 183-184. O autor tece críticas a esse ativismo estatal chinês no atual contexto de uma economia de mercado: “[n]o matter how complicated the problems involved in bankruptcy reorganization are, the problems can and should be solved according to legal principles. For instance, even if the attraction of new financing is based on local rules or policies, complying with the local rules or policies does not justify the participation of the local government. Bankruptcy professionals and the local government can and should be trusted to know how to comply with the legal rules. The bankruptcy professionals may file an application for preferential treatment according to relevant law and the local government may examine the application and make decisions accordingly. Even if the government is not appointed as an administrator, the government should carry out its legal responsibility and solve the social problems caused by bankruptcy according to the relevant law.” (**The "Control Model"**..., p. 190). Tradução nossa: “[i]ndependentemente do quão complicados sejam os problemas envolvidos na recuperação de empresas, eles podem e devem ser resolvidos de acordo com os princípios legais. Por exemplo, mesmo se a atração de novos financiamentos for baseada em regras ou políticas locais, seu cumprimento não justifica a participação do governo local. Profissionais de insolvência e governos locais podem e devem ser confiáveis para saber como cumprir as normas legais. Os profissionais de insolvência podem apresentar um pedido de tratamento preferencial de acordo com a lei aplicável e o governo local pode examinar o pedido e tomar as decisões adequadas. Mesmo se o governo não for nomeado como administrador, ele deveria cumprir sua obrigação legal e resolver os problemas sociais causados pela falência de acordo com a lei aplicável.”

O *Companies Act* de Singapura, na parte que trata das empresas em crise, não contém disposição específica para facilitar o financiamento das empresas em recuperação (*judicial management*). Naquele país, há o afastamento dos administradores da empresa, que são substituídos por um *judicial manager*.⁵⁷³ Este fará tudo que for necessário para a administração dos assuntos, negócios e bens da empresa, assim como o que for adicionalmente determinado pelo juiz. No exercício dos poderes que lhe são atribuídos, o *judicial manager* poderá contrair empréstimos em dinheiro e oferecer bens da empresa para garanti-los, mesmo aqueles já onerados, hipótese em que o financiador terá prioridade inferior em relação ao credor preexistente.⁵⁷⁴

Alguns doutrinadores argumentam que a flexibilidade conferida pela lei ao *judicial manager* o autorizaria a conceder prioridade sobre novos créditos em relação a créditos preexistentes com garantias flutuantes. Não obstante, o pouco desenvolvimento do mercado de crédito naquele país e as dificuldades que esse entendimento apresenta são fatores que obstaculizam tal prática.⁵⁷⁵

Por isso, a doutrina sugere que deve haver mecanismos mais claros e diretos para o financiamento das empresas em recuperação em Singapura, o que inclui atribuir graus de prioridade maiores aos novos créditos, desde que sejam adotadas as salvaguardas necessárias à proteção dos credores preexistentes com garantia.⁵⁷⁶

⁵⁷³ *Companies Act*, Section 227B(2): “[a]ny judicial management order made under subsection (1) shall direct that during the period in which the order is in force the affairs, business and property of the company shall be managed by a judicial manager appointed for the purpose by the Court; and such an order shall specify the purpose or purposes for whose achievement the order is made”. Tradução nossa: “[q]ualquer ordem judicial de administração feita sob a subseção (1) disporá que, durante o período no qual a ordem estiver em vigor, os assuntos, negócios e bens da empresa serão administrados por um administrador judicial indicado para esse propósito pelo Tribunal; e tal ordem especificará o objetivo ou objetivos por ela visados.”

⁵⁷⁴ *Companies Act*, Section 227G(3) e *Eleventh Schedule* “(c)”. No mesmo sentido, cf. MCCORMACK, Gerard. **Corporate...**, p. 431.

⁵⁷⁵ Cf. MCCORMACK, Gerard. **Corporate...**, p. 431.

⁵⁷⁶ Cf. MCCORMACK, Gerard. **Corporate...**, p. 431.

8 TRATAMENTO CONFERIDO PELO DIREITO BRASILEIRO AOS FINANCIADORES DE EMPRESAS EM CRISE

Os diversos riscos e incertezas inerentes à condição do devedor em crise provocam efeitos *ex post* altamente negativos, pois afastam investimentos que são fundamentais para seu soerguimento. A fim de mitigar tais dificuldades, a lei deve conferir tratamento diferenciado a esses credores, motivando-os a iniciar ou manter seus investimentos nas empresas que buscam a recuperação. Do contrário, a ausência de incentivos obrigaria a empresa em crise a adquirir seus insumos e matérias-primas à vista, sem acesso ao crédito concedido por fornecedores (mediante a venda de mercadorias com pagamento protraído no tempo), clientes (mediante adiantamento do preço de aquisição de mercadorias da empresa em crise) ou bancos (por meio da outorga de crédito).

No Brasil, as empresas concordatárias não conseguiam obter novos financiamentos na medida em que o Decreto-lei n. 7.661/45 não conferia qualquer tratamento especial a esses créditos no caso de posterior falência, o que afastava os potenciais financiadores. Ainda que os produtos e serviços fornecidos após a concordata não se submetessem aos seus efeitos, os respectivos fornecedores, inclusive de crédito, cessavam seu relacionamento com a empresa, pois as chances de recuperação desses recursos na falência eram remotas.⁵⁷⁷ Além disso, por se tratar de um processo caro, moroso e sujeito a fraudes diversas, os credores careciam de adequada proteção e segurança.⁵⁷⁸ Logo, por não existir nenhum mecanismo de incentivo legal ao financiamento de empresas em crise, mesmo os empresários honestos valiam-se, às vésperas da concordata preventiva, de artifícios como o aumento do estoque para fazer reservas de caixa e garantir um capital de giro mínimo para a manutenção das atividades durante o processo.⁵⁷⁹

Não obstante o advento da LRE, diferentemente de países como os Estados Unidos, o legislador brasileiro não dispensou um tratamento cuidadoso e pormenorizado para o financiamento das empresas em crise, embora a LRE e o restante do ordenamento contenham alguns dispositivos aplicáveis à matéria.

⁵⁷⁷ Cf. FELSBURG, Thomas Benes; KARGMAN, Steven; ACERBI, Andrea. Brazil overhauls restructuring regime. **25 Int'l Fin. L. Rev.**, Jan. 2006, p. 42.

⁵⁷⁸ Cf. SADDI, Jairo. Investimentos em empresas em recuperação: o olhar do investidor e a experiência da nova Lei de Falências. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, set. 2009, p. 75-76.

⁵⁷⁹ Cf. PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. **Financiamento...**

O laconismo do legislador brasileiro não passou incólume pela doutrina,⁵⁸⁰ que alerta para a falta de tratamento adequado em determinadas situações, a saber: (a) não diferenciação entre a destinação dos novos recursos para o curso ordinário dos negócios ou para fins extraordinários; (b) suposição de que os bens ou direitos do “ativo permanente” são mais valiosos do que os demais ativos, conforme se analisará adiante; (c) ausência de distinção entre ativos anteriores à recuperação judicial e aqueles constituídos após o pedido de recuperação; e (d) assunção implícita da falta de intercambialidade entre juros e garantia real.⁵⁸¹ A essas críticas, podemos somar a ausência de benefícios legais ao novo credor durante a recuperação judicial e a falta de tratamento adequado ao crédito concedido durante o procedimento preliminar (entre o protocolo do pedido e o deferimento do processamento da recuperação judicial).

Uma primeira observação sobre o tratamento conferido pelo ordenamento pátrio ao financiamento das empresas em crise consiste na exclusão dos novos créditos dos efeitos da recuperação judicial, por decorrência lógica do que dispõe o caput do art. 49 da LRE, que sujeita à recuperação judicial os créditos existentes na data do pedido. Tratando-se de crédito posterior ao pedido de recuperação, os efeitos desta não o atingem, podendo o respectivo credor executar a dívida em caso de inadimplemento. Nesse particular, frisa-se que a execução do novo crédito não está sujeita ao período de suspensão de cento e oitenta dias e o inadimplemento pode resultar não apenas da pura e simples falta de pagamento, mas também do descumprimento de outras obrigações contratuais, como alcançar determinado resultado financeiro ou manter reservas em dinheiro.⁵⁸² Ao contrário do que possa parecer, a exclusão dos novos créditos não é, ao menos em tese, obstáculo à

⁵⁸⁰ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 134-135.

⁵⁸¹ Segundo Deborah Kirschbaum, essa intercambialidade consiste em saber até que ponto a garantia real de um empréstimo à empresa em crise pode ser “substituída” por juros ou outro meio com potencial de prejudicar os credores preexistentes. Para a jurista, a LRE praticamente priva os credores da possibilidade de identificar a correlação entre as características do mútuo e sua conveniência para a viabilidade da empresa, pois apenas a prestação de garantia real sobre o ativo permanente é submetida ao comitê de credores e ao juiz (**A Recuperação...**, p. 149-152). Contudo, sob a perspectiva legal, a operação não escaparia de uma análise *a posteriori* pelo administrador judicial, podendo acarretar o afastamento do devedor ou de seus administradores, caso verificada alguma das hipóteses do art. 64 da LRE, em especial aquela contida no inciso IV, alínea “c”, que se refere à realização de operações prejudiciais ao funcionamento regular da empresa.

⁵⁸² De acordo com Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen, a mesma conclusão sobre a exclusão do financiador dos efeitos do período de suspensão é aplicável ao *DIP financing* norte-americano. Para os autores, essa situação se torna mais complicada quando o financiamento é concedido por um grupo de fundos de *hedge*, cada qual com objetivos diferentes em relação à empresa (adquirir participação societária, apenas determinados ativos etc.). Para solucionar o inconveniente, sugerem a celebração de um acordo pelo qual os fundos atuariam sempre como se fossem um só ao exigir seus direitos, mas os autores demonstram ceticismo quanto à celebração de tal acordo (**Anti-Bankruptcy...**, p. 30-31).

recuperação, mas preconditiona ao seu sucesso, permitindo que a recuperanda continue seus negócios.⁵⁸³

O financiador da empresa em recuperação judicial pode inclusive requerer a falência da recuperanda, conforme prevê o art. 73, parágrafo único, da LRE. O TJSP referendou esse entendimento por meio da Súmula n. 55, nos seguintes termos: “Crédito constituído após o pedido de recuperação judicial legitima requerimento de falência contra a recuperanda”.⁵⁸⁴

Contudo, apenas a liberdade para cobrar seu crédito não constitui motivo suficiente para que um novo credor decida investir nas empresas em recuperação judicial. Por isso, visando incentivar essa prática, a LRE traz, em seu art. 67, *caput* e parágrafo único,⁵⁸⁵ respectivamente, dois benefícios: (a) trata como extraconcursais as obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial; e (b) em caso de decretação de falência, os créditos quirografários sujeitos à recuperação judicial pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial são elevados à condição de crédito com privilégio geral, observado, porém, o valor dos bens ou serviços fornecidos durante a recuperação.

Muitos defendem que essas disposições se coadunam com o princípio da preservação da empresa, na medida em que o incentivo ao fornecimento de insumos, produtos, crédito e serviços necessários ao desempenho das atividades da empresa viabiliza

⁵⁸³ Cf. CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. Comentários às Súmulas Editadas pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo em Matéria de Falência e Recuperação Judicial de Empresas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 53, jan./mar. 2011, p. 456.

⁵⁸⁴ Esse posicionamento foi manifestado pelo Tribunal no seguinte julgado, cuja ementa se ora transcreve: “[p]edido de falência ajuizado em março de 2010 e lastreado em duas notas promissórias emitidas em setembro de 2009. Decisão agravada que determinou a suspensão do feito, ante a recuperação judicial requerida pela devedora em abril de 2008. Inadmissibilidade. Crédito constituído após o pedido de recuperação judicial, que só vincula os créditos anteriores à data de seu ajuizamento. Agravo de instrumento provido.” (TJSP. AI 994.09.288356-0. Câmara Reservada à Falência e Recuperação Judicial (CRFRJ). Relator: Des. Pereira Calças. j. 02 mar. 2010. DJ 11 mar. 2010). No mesmo sentido, TJSP. AI 990.10.201113-5. CRFRJ. Relator: Des. Romeu Ricupero. j. 06 jul. 2010. DJ 20 jul. 2010.

Tal entendimento também prevalecia na época das concordatas, conforme o seguinte aresto: “FALÊNCIA. Concordatário. Credores posteriores à concordata. O credor de dívida posterior à decretação da concordata pode requerer a falência. Art. 154 da Lei de Falências. Recurso não conhecido.” (STJ. REsp 239.242/SP. 4ª Turma. Relator: Min. Ruy Rosado de Aguiar. j. 11 abr. 2000. DJ 22 maio 2000).

⁵⁸⁵ “Art. 67. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.

“Parágrafo único. Os créditos quirografários sujeitos à recuperação judicial pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial terão privilégio geral de recebimento em caso de decretação de falência, no limite do valor dos bens ou serviços fornecidos durante o período da recuperação.”

sua recuperação e lhe facilita o soerguimento.⁵⁸⁶ Contudo, é questionável se o legislador efetivamente concedeu incentivos aos fornecedores ou se essas disposições apenas representam um mecanismo de proteção, cujos efeitos somente serão verificados numa eventual falência, sujeitos ainda a diversos percalços.

8.1 O financiamento das empresas em recuperação judicial

Analisemos, pois, as disposições contidas no art. 67, *caput* e parágrafo único, da LRE, bem como outros incentivos conferidos a quem financia empresas em crise e suas limitações.

8.1.1 Extraconcursalidade

Dentre as razões que afastam investidores de negócios potencialmente rentáveis está o grau de endividamento. Quando uma empresa está muito alavancada (ou seja, quando a razão débito/crédito é elevada), ela pode ser forçada a abrir mão de oportunidades de negócio rentáveis. Se a perspectiva de inadimplemento for suficientemente alta, novos investidores se recusarão a conceder crédito, pois reconhecem que, ainda que os projetos sejam potencialmente lucrativos, eles poderão não usufruir dessa rentabilidade, pois os valores desembolsados somente serviriam para aumentar a recuperação de outros créditos com maior prioridade quando o inadimplemento vier à tona.⁵⁸⁷ Portanto, é preciso que a lei contenha mecanismos destinados a minimizar o risco de o financiador subsidiar os antigos credores da empresa, o que se faz especialmente pela atribuição de privilégio ou prioridade de pagamento ao novo crédito em relação àqueles abrangidos pela recuperação. Com isso, aumenta a garantia de retorno do financiamento e, como consequência, a disposição do financiador para concedê-lo.

⁵⁸⁶ Cf. MENDES, Luis Cláudio Montoro. **O crédito**..., p. 98.

⁵⁸⁷ Nessa esteira, cf. AYOTTE, Kenneth; SKEEL, JR., David A. **Bankruptcy**..., p. 474.

No contexto ora referido, privilégio é a característica conferida por lei ao crédito pessoal para ser pago com preferência a outros, em virtude de sua qualidade ou causa.⁵⁸⁸

Parte da doutrina⁵⁸⁹ tece críticas a essa prioridade atribuída aos novos créditos, diante do risco de que eles sejam utilizados para pagar os credores com grau hierárquico inferior. Para essa corrente, impor a proibição de escoamento dos novos recursos para pagamento dos credores com prioridade inferior aumentaria o risco de inadimplemento frente a esses credores, especialmente quanto às obrigações previstas plano de recuperação, o que novamente colocaria em xeque a solvabilidade da empresa. Fora isso, a prioridade dos novos créditos não resolveria o problema do alto risco da necessidade de uma nova recuperação da empresa simplesmente pelo aumento dos custos fixos.

Tal como visto em alguns exemplos trazidos neste trabalho, em muitos ordenamentos nos quais a empresa em crise mantém suas operações, as despesas incorridas no exercício da atividade geralmente são pagas como “despesas administrativas”, que não estão à frente dos credores com garantia, mas possuem prioridade em relação aos credores quirografários e tributários. Já outras legislações estabelecem “superprioridades” aos credores posteriores ao início da recuperação, mesmo em relação a tais “despesas administrativas”.⁵⁹⁰

Em países nos quais é permitida a flexibilização do grau de prioridade dos novos créditos, os juízes reconhecem o risco que surge aos demais credores, especialmente aqueles com garantia real, e autorizam esse tipo de privilégio com bastante relutância e como último recurso. Diante disso, a Recomendação n. 67 do *Legislative Guide on Insolvency Law* da UNCITRAL⁵⁹¹ dispõe que, em casos de flexibilização das prioridades dos novos credores, a lei estabeleça que determinadas condições sejam cumpridas antes da atribuição de prioridade, como (a) notificação aos credores com garantia para que possam se manifestar perante o juiz; (b) prova de que o devedor não pode obter financiamento de

⁵⁸⁸ Cf. SAMPAIO DE LACERDA, José Cândido. **Manual de Direito Falimentar**. Revisão: Jorge Miranda Magalhães. 13. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1996, p. 204. Para fins elucidativos, cabe trazer à baila a distinção feita por parte da doutrina entre privilégio e preferência. O primeiro decorre de lei, é oponível contra o Estado, tem lugar na execução concursal, refere-se à qualificação do crédito conforme sua natureza e garante o pagamento prioritário em detrimento da preferência. Esta, no sentido técnico, decorre da vontade das partes e diz respeito ao direito do credor de ser pago com o produto da venda do bem objeto de garantia real, antes dos demais credores (cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 359).

⁵⁸⁹ Cf. ROE, Mark. J. **Bankruptcy and debt...**, p. 554. Para o autor, se a empresa necessita de novos recursos que provenham de outras fontes senão a retenção de lucros, a saída seria atribuir à estrutura de capital da empresa elevado grau de participação societária.

⁵⁹⁰ Cf. UNCITRAL. **Legislative Guide...**, p. 116.

⁵⁹¹ Cf. **Legislative Guide...**, p. 117/119. Sugere-se, ainda, que a proteção do valor da garantia pode ser atingida pelo pagamento periódico aos credores, na proporção da desvalorização do bem, ou pela substituição dos bens que serão usados pelo devedor ou oferecidos para garantir novos empréstimos.

outro modo; e (c) proteção contra diminuição do valor dos bens onerados, assegurando-se que sejam sempre suficientes para pagar o crédito anteriormente garantido. Considerando a urgência na concessão de novos empréstimos para garantir a continuidade dos negócios, é desejável que um número reduzido de autorizações seja requerido, de acordo com o bem ou prioridade a ser concedida e o nível de financiamento a ser obtido. Em muitos casos, aquele que está no comando da empresa ou que fiscaliza o processo é quem melhor poderá avaliar a necessidade de novos recursos.

A prioridade em relação aos credores preexistentes é condição elementar para que o devedor tenha acesso ao crédito durante a recuperação judicial. Algumas legislações falimentares, como a húngara, adotaram disposições baseadas na § 364 do *Chapter 11* norte-americano, mas não previram nenhuma prioridade especial aos novos credores. Como resultado, poucos negócios foram realizados.⁵⁹²

Outrossim, a Recomendação n. 68 da UNCITRAL⁵⁹³ diz que, para incentivar o financiamento às empresas em crise, a lei falimentar deveria prever também a manutenção da prioridade atribuída aos financiamentos posteriores ao início da recuperação judicial, caso esta seja convertida em falência.

Por outro lado, a prioridade de pagamento atribuída aos créditos concedidos após o pedido de recuperação judicial pode ajudar na solução de dois problemas: (a) a falta de investimento em projetos rentáveis e de baixo risco, ocasionada pelo fato de que, em caso de falência, os administradores e sócios pouco ou nada recebem (situação denominada subinvestimento ou *underinvestment*); e (b) mau uso dos valores emprestados, com dilapidação dos recursos da empresa pelos sócios e administradores mediante a assunção de riscos elevados que lhes tragam maior retorno (situação denominada superinvestimento ou *overinvestment*), já que num estado falimentar eles nada recebem.⁵⁹⁴ Este último problema resulta da existência de muitos credores que se apropriariam dos lucros caso a empresa caia em insolvência. Por isso, ela somente conseguiria novos créditos caso seus

⁵⁹² Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1933-1934.

⁵⁹³ Cf. UNCITRAL. **Legislative Guide...**, p. 118-119. Segundo aquele órgão, outra abordagem do problema consistiria no reconhecimento da prioridade em caso de falência, porém num nível inferior ou equivalente aos custos do processo de falência e às despesas administrativas surgidas durante a liquidação.

⁵⁹⁴ Cf. TRIANTIS, George G. A Free-Cash-Flow Theory of secured debt and creditor priorities. **80 Va. L. Rev.**, 1994, p. 2166-2167. O professor Triantis afirma que, nos Estados Unidos, onde é possível atribuir graus de prioridades distintos aos novos créditos, os juízes tendem a autorizar a prioridade absoluta sobre os créditos preexistentes quando o estado de insolvência da empresa é acentuado, pois o problema do subinvestimento é mais grave que a preocupação com o superinvestimento. Ademais, os tribunais norte-americanos possuem outros meios para coibir desvios de conduta e controlar a discricionariedade dos administradores, tais como converter a reorganização em falência, limitar o poder dos administradores no processo, indicar um *examiner* para monitorar sua conduta ou um *trustee* para substituí-lo na direção dos negócios.

projetos apresentassem grandes perspectivas de lucro mesmo em estados de crise. No entanto, não apenas novos projetos podem deixar de ser financiados, como também a própria atividade da empresa, incluindo as despesas com salários e fornecedores. O *overinvestment* pode ser minimizado pelo maior controle ao acesso e pelo monitoramento do uso dos novos recursos, não obstante o risco de se coibir projetos rentáveis.

De uma forma ou outra, o novo crédito tem prioridade sobre os anteriores ainda que os recursos não tenham sido empregados em projetos lucrativos, fato esse que pode agravar ainda mais a situação dos credores preexistentes. Assim, o risco de financiamentos ineficientes revela outra faceta do *overinvestment* ao se permitir a continuidade de empresas inviáveis.⁵⁹⁵

Comentando a extraconcursalidade dos créditos contraídos pelo devedor em recuperação judicial na lei brasileira, Deborah Kirschbaum⁵⁹⁶ entende que o simples exame da ordem de pagamento do novo crédito caso seja decretada a falência da recuperanda não permite inferir a existência de incentivo ou desincentivo ao financiamento à empresa em crise no Brasil.⁵⁹⁷

Sem entrar no mérito de se tratar ou não de um incentivo, fato é que, no Brasil, diferentemente de outros países, a extraconcursalidade dos novos créditos não tem qualquer aplicação direta na recuperação judicial. A prioridade de pagamento em relação aos créditos preexistentes somente tem sentido quando decretada a falência da empresa recuperanda. Até lá, novos financiamentos por ela contraídos serão pagos independentemente da satisfação dos créditos sujeitos à recuperação e vice-versa. Esse mecanismo afasta os potenciais financiadores, acentua o problema do subinvestimento e, mesmo que o credor conceda crédito à recuperanda, há um sério risco de mau uso dos recursos captados e direcionamento de parte ou da totalidade deles para pagamento dos credores preexistentes. Portanto, ainda que o legislador pretendesse conferir um incentivo ao financiamento das empresas em crise, não há dúvidas de que ele é insuficiente e, conforme veremos, quando cotejado com o restante do ordenamento, percebe-se que o arcabouço legal oferece na verdade, ao menos à primeira vista, um desincentivo ao financiamento das empresas em crise.

⁵⁹⁵ Cf. SKEEL, JR., David A. **Creditors' Ball...**, p. 935-936.

⁵⁹⁶ **A Recuperação...**, p. 137.

⁵⁹⁷ Em sentido contrário, tratando o *caput* e o parágrafo único do art. 67 como “dispositivos de incentivo à manutenção das relações jurídico-econômicas com o devedor em recuperação judicial”, cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 375.

Melhor seria se a LRE outorgasse alguma forma de prioridade de pagamento aos novos créditos a ser usufruída durante a recuperação judicial e, em caso de inadimplemento, algum ônus à recuperanda deveria compensar o risco assumido pelo financiador, como a não homologação do plano até o pagamento dos novos créditos, o imediato afastamento dos administradores ou mesmo a decretação de falência do devedor, a depender de fatores como a forma de emprego dos recursos, o contexto socioeconômico da recuperanda, dentre outros.

8.1.1.1 Abrangência

Sobre a abrangência da extraconcursalidade conforme disposta no *caput* do art. 67 da LRE, Fábio Ulhoa Coelho⁵⁹⁸ adverte que serão tratados como extraconcursais, em caso de falência, apenas os chamados “créditos negociais”, o que exclui aqueles decorrentes de obrigação legal, como os tributos devidos por fatos geradores ocorridos durante a recuperação judicial, as multas administrativas e as indenizações por acidente de trabalho, pois seus titulares não seriam colaboradores da recuperação.

Humberto Lucena Pereira da Fonseca⁵⁹⁹ advoga que gozam da extraconcursalidade não apenas os créditos de fornecedores ou mutuantes, como diz o artigo em tela, mas também aqueles decorrentes de obrigações efetivamente assumidas durante a recuperação judicial. Todavia, o autor também excetua os créditos tributários surgidos no curso do processo, por decorrerem de lei e não de contrato.

Por sua vez, Francisco Satiro de Souza Junior⁶⁰⁰ leciona que, em relação a “qualquer fornecedor”, serão extraconcursais “quaisquer créditos contra o empresário, nascidos de obrigações contraídas durante a recuperação judicial”.⁶⁰¹ O eminente Professor enquadra nessa situação os créditos dos trabalhadores que prestaram serviços à empresa durante a recuperação judicial, bem como as dívidas fiscais surgidas nesse período.

⁵⁹⁸ **Comentários...**, p. 261.

⁵⁹⁹ Cf. FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. **Comentários...**, p. 454.

⁶⁰⁰ **Comentários...**, p. 375.

⁶⁰¹ Ainda, pela inclusão de “todas as obrigações” contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Comentários...**, p. 317.

Outros autores, mais genericamente, defendem que a extraconcursabilidade abrange credores de qualquer natureza, pois o artigo não discriminaria sua aplicação a uma categoria certa de credores.⁶⁰²

No nosso entendimento, o dispositivo merece interpretação gramatical e teleológica. Primeiramente, a LRE fala em “obrigações *contraídas* pelo devedor” (grifo nosso), pressupondo que na fonte dessas obrigações reside fundamentalmente um elemento volitivo e não a lei, embora não se prescinda da atuação do ordenamento jurídico sobre tais obrigações.⁶⁰³ Em segundo lugar, a LRE pretendeu fomentar, embora de maneira insuficiente, o apoio dos financiadores à recuperação da empresa e, por isso, apenas a esses credores que voluntariamente colaboraram com a recuperação deve ser estendido o privilégio em caso de falência, e não a todo e qualquer crédito surgido durante a recuperação judicial, excluídas, portanto, as obrigações decorrentes de lei surgidas no período, tais como as obrigações tributárias.

Quanto aos serviços prestados pelos trabalhadores, somente aqueles contratados após o início da recuperação judicial terão seus créditos classificados como extraconcursais em caso de falência.⁶⁰⁴ O vínculo jurídico dos antigos trabalhadores resulta de obrigação contraída antes do início do processo, inexistindo sucessivas obrigações, por se referir a contrato de duração, cuja execução se prolonga no tempo.⁶⁰⁵

8.1.1.2 A expressão “durante a recuperação judicial”

⁶⁰² Cf. VIGIL NETO, Luiz Inácio. **Teoria Falimentar e Regimes Recuperatórios**: Estudos sobre a Lei nº 11.101/05. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008, p. 181.

⁶⁰³ Acerca da matéria, cf. PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Revisão: Guilherme Calmon Nogueira da Gama. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, Vol. II, p. 45-46.

⁶⁰⁴ Em sentido contrário, pela classificação como extraconcursal dos salários e demais direitos dos trabalhadores vencidos após o início da recuperação judicial, cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários...**, p. 262.

⁶⁰⁵ Nesse sentido, preciosa a lição de Orlando Gomes: “[a] despeito de ter a execução prolongada no tempo, contínua periódica ou salteada, o contrato de duração não se compõe de sucessivas obrigações. Toda prestação periódica e singular não constitui objeto de obrigação distinta. A obrigação é única; fracionam-se as prestações.” (**Contratos**. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1991, p. 87). Classificando o contrato de trabalho como contrato de duração ao se referir à continuidade como um de seus requisitos, cf. MARTINS, Sergio Pinto. **Direito do Trabalho**. 22. ed. São Paulo: Atlas, 2006, p. 93.

Grandes divergências doutrinárias e jurisprudenciais já se instalaram na França acerca da data de surgimento de um crédito oriundo de contratos de execução sucessiva. Para alguns, o crédito nasceria da execução da prestação, de maneira que aquela surgida após o início do processo concursal teria privilégio de pagamento. Para outros, cada parte num contrato de execução sucessiva torna-se, a partir de sua formação, credor da outra pela totalidade das prestações a serem cumpridas durante o contrato e os créditos surgidos seriam simplesmente uma variedade de créditos a termo, contraídos no dia da celebração do contrato (cf. JACQUEMONT, André. **Droit...**, p. 166-169).

Outro aspecto que merece atenção diz respeito à expressão “durante a recuperação judicial”, insculpida no *caput* do art. 67.

Como visto, o processamento da recuperação judicial somente se inicia com o respectivo despacho que o defere. Não obstante, Manoel Justino Bezerra Filho⁶⁰⁶ defende que a expressão “durante a recuperação judicial”, para os fins da extraconcursalidade atribuída pelo dispositivo em análise, deve ser entendida como “a partir do momento em que o pedido de recuperação é ajuizado”, para que seja conferida proteção mais ampla ao fornecedor que colabora com a recuperação, em respeito à boa-fé. Além disso, o jurista bem observa que o parágrafo único do art. 67 faz referência aos “fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial”, o que reforça a tese defendida. Em nosso sentir, a interpretação é a mais adequada e, ainda que o parágrafo único, ora aludido, não faça menção expressa aos contratos de mútuo, tal como o *caput* do art. 67, temos para nós que negócios jurídicos dessa natureza celebrados entre o ingresso com o pedido de recuperação e o deferimento do processamento também devem receber o benefício da extraconcursalidade na falência, considerando-se o escopo na norma em apreço.

Há posições no sentido de que apenas com o deferimento do processamento da recuperação judicial é dada publicidade à crise da empresa e, por isso, o benefício da extraconcursalidade deveria ser estendido somente aos créditos surgidos a partir desse momento.⁶⁰⁷ No entanto, o ingresso com o pedido de recuperação judicial é de acesso público, divulgado em jornais de grande circulação (ainda que de maneira oficiosa) e geralmente de conhecimento do mercado e dos principais credores, pelo que tem enorme potencial de afastar financiadores e parceiros comerciais. Considerando o grande lapso temporal que pode haver entre o pedido e o deferimento do processamento, bem como o prejuízo à continuidade do negócio pela falta de crédito nessa etapa, albergar sob o pálio da extraconcursalidade os créditos surgidos em tal período é, em nosso sentir, a medida mais consentânea com as finalidades da recuperação judicial e a melhor interpretação a ser atribuída ao *caput* do art. 67 da LRE.

⁶⁰⁶ **Lei de Recuperação...**, p. 176.

⁶⁰⁷ Nessa esteira: “[o] benefício [do *caput* do art. 67] deve alcançar os débitos contraídos pela empresa após o processamento do pedido de recuperação judicial, sob pena de inviabilizar a proteção legal, pois este o momento em que a situação de crise da empresa vem ao conhecimento público.” (TJRS. AI 70025116567. 6ª Câmara Cível. Relator: Des. Liege Puricelli Pires. j. 26 mar. 2009. DJ 27 abr. 2009).

Ainda sobre esse aspecto, defendemos que eventual aditamento ao pedido de recuperação não prejudica o tratamento dispensado ao crédito concedido durante esse período preliminar, pois o processo ainda está em curso. Diferente será a situação em que houver o trânsito em julgado da sentença que indefere o pedido de processamento da recuperação judicial, quando não há que se falar em extraconcursalidade, dado inexistir processo em andamento.

De outra feita, respeitáveis operadores do direito concursal brasileiro⁶⁰⁸ já sustentaram que a expressão em comento se refere ao período de dois anos após a concessão da recuperação judicial, conforme art. 61, *caput*, da LRE, e que, para a aplicação da extraconcursalidade desses créditos na falência, o plano de recuperação deve prever os contratos de crédito a serem celebrados ou, pelo menos, conter autorização para que determinadas espécies de operações sejam realizadas, por uma questão de conveniência, transparência e segurança para os demais credores, que terão ciência dos créditos assim classificados.

Em que pese a notável experiência dos que advogam nesse sentido, não comungamos da mesma opinião. Conforme destacamos, a extraconcursalidade abrange todos os créditos concedidos após a distribuição do pedido de recuperação, condicionada ao deferimento do processamento. Não se trata de benefício incidente apenas sobre os créditos outorgados durante o cumprimento da recuperação judicial concedida, mas abrange todo o processo, até a sentença de encerramento.⁶⁰⁹ Pensar diferente seria inviabilizar a concessão de créditos à recuperanda nos estágios iniciais da recuperação, em que o dinheiro novo é uma necessidade urgente. Ademais, não faria sentido considerar que a empresa somente estaria em recuperação judicial após a “concessão” prevista no art. 58, especialmente porque o deferimento do processamento da recuperação judicial já obriga o devedor a utilizar a expressão “em Recuperação Judicial” em todos os atos, contratos e documentos por ele firmados, a teor dos arts. 69, *caput*, e 52, inciso II, da LRE.

Importa destacar, ainda, que as obrigações surgidas antes do início da recuperação judicial, mas cujo vencimento ocorra durante o processo, não gozam do benefício da

⁶⁰⁸ Cf. MANGE, Renato Luiz de Macedo. Classificação dos créditos na falência. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXV, n. 83, set. 2005, p. 119.

⁶⁰⁹ Nesse sentido, embora adotando como termo inicial o despacho que defere o processamento da recuperação judicial, TJRS. AI 70025116567. 6ª Câmara Cível. Relator: Des. Liege Puricelli Pires. j. 26 mar. 2009. DJ 27 abr. 2009. Igualmente, pela adoção do termo inicial a partir do despacho que defere o processamento da recuperação judicial, cf. FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. **Comentários...**, p. 454.

extraconcursabilidade em caso de falência.⁶¹⁰ Apesar disso, o TJSP já conferiu interpretação ampliada à expressão “durante a recuperação judicial” para atribuir extraconcursabilidade aos honorários de advogados contratados antes do início do processo para patrocinar a recuperação judicial, posteriormente convolada em falência.⁶¹¹

8.1.1.3 O momento da decretação de falência para fins de extraconcursabilidade

O art. 67, *caput*, também gera debates no que se refere à expressão “em caso de decretação de falência”. Há juristas⁶¹² que defendem a aplicação da extraconcursabilidade ora tratada não apenas em caso de convolação recuperação judicial em falência, mas também se esta for decretada após o período de dois anos da concessão da recuperação judicial, quando o juiz encerra o processo caso o devedor esteja em dia com as obrigações assumidas no plano, conforme previsto no art. 63 da LRE. Ocorre que, mesmo depois dessa data, podem restar pendentes obrigações assumidas no plano que, caso descumpridas, motivariam o pedido de falência, conforme prevê o art. 62 da LRE. Neste caso, os créditos surgidos durante a recuperação gozariam do benefício do art. 67, mesmo que a recuperação já tenha terminado.

Essa não nos parece a melhor solução *ex lege*, ainda que seja conveniente ao financiador da empresa em crise. Em verdade, a sentença que encerra a recuperação judicial possui natureza declaratória e efeitos *erga omnes* com a respectiva publicação.⁶¹³ A partir daí, as obrigações derivadas do plano de recuperação não mais podem ser resolvidas e são exigíveis mediante tutela específica ou pedido de falência fundado em título executivo judicial, de modo que as dívidas da outrora recuperanda recebem o mesmo

⁶¹⁰ Cf. FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. **Comentários...**, p. 454.

⁶¹¹ “Falência (Lei 11.101/2005). Decretação após concessão da recuperação judicial. Crédito resultante de obrigação assumida com escritório de advocacia contratado para ajuizar o pedido de recuperação judicial. Classificação, pelo administrador judicial, como crédito extraconcursal. Impugnação feita por sócio da falida sustentando ser crédito quirografário, por ter sido o contrato celebrado antes do ajuizamento do pedido de recuperação judicial. Sentença acolhendo a impugnação. Recurso. Crédito que decorreu de contrato celebrado para prestação de serviços visando a superação da crise econômico financeira da devedora. Interpretação da expressão “durante a recuperação judicial” do art. 67 da Lei 11.101/2005. Recurso provido para restaurar a classificação atribuída pelo administrador judicial em seu rol de credores.” (TJSP. AI 990.10.196753-7. CRFRJ. Relator: Des. Boris Kauffmann. j. 23 nov. 2010. DJ 10 dez. 2010). No mesmo sentido, TJSP. AI 0474780-94.2010.8.26.000. CRFRJ. Relator: Des. Lino Machado. j. 23 ago. 2011. DJ 23 ago. 2011.

⁶¹² Cf. FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. **Comentários...**, p. 454.

⁶¹³ Cf. RESTIFFE, Paulo Sérgio. **Recuperação de Empresas...**, p. 320.

tratamento das de qualquer outro empresário.⁶¹⁴ Não há mais concurso de credores e o descumprimento de uma obrigação perante um deles não gera efeitos diretos aos demais. Neste momento, presume a LRE que o devedor está recuperado e, portanto, os efeitos benéficos do financiamento concedido na recuperação judicial já cumpriram seu papel. Além disso, caso prevalecesse tal entendimento, eventuais créditos concedidos após o encerramento da recuperação teriam, na falência, hierarquia inferior aos créditos concedidos durante a recuperação, ainda que aqueles possuam garantias reais, o que certamente aumentaria a insegurança na concessão de crédito a essas empresas, prejudicando o livre exercício de sua atividade em iguais condições de concorrência no mercado. Desse modo, não faz sentido estender a extraconcursalidade do art. 67 às falências decretadas após o encerramento da recuperação judicial, de sorte que a expressão “em caso de decretação de falência” deve ser lida em consonância com o restante do dispositivo legal, para se entender pela sua ocorrência apenas no âmbito da recuperação judicial, com fulcro em alguma das hipóteses do art. 73, *caput* e parágrafo único, e não *ad eternum*.⁶¹⁵

Sob essa perspectiva, convém observar um fato relativamente comum nas recuperações judiciais no Brasil. Em muitos casos, o devedor não pede o encerramento da recuperação judicial, mesmo após o decurso do biênio legal.⁶¹⁶ Costuma-se justificar referido posicionamento, do ponto de vista formal, pelo fato de ainda existirem impugnações em curso, embora alguns julgados venham entendendo que isso não impede que a recuperação judicial seja encerrada.⁶¹⁷ Ademais, critica-se sua manutenção, por esse

⁶¹⁴ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Comentários...**, p. 305.

⁶¹⁵ À semelhança desse entendimento, algumas decisões judiciais nos Estados Unidos estabeleceram que a confirmação de um plano de recuperação sob o *Chapter 11* que garantiu superprioridades a alguns credores impedia a reconsideração de tal benefício numa subsequente falência pelo *Chapter 7* (cf. COUSINS, Scott D. **Postpetition...**, p. 791 (nota)).

⁶¹⁶ Segundo Paulo Sérgio Restiffe, a legitimidade ativa para o pedido de encerramento da recuperação judicial após o prazo legal seria do devedor, inclusive por meio de ação autônoma de cumprimento da recuperação judicial, embora pudesse ocorrer como uma fase do processo (**Recuperação de Empresas...**, p. 316-318).

⁶¹⁷ Assim: “AGRAVO DE INSTRUMENTO - RECUPERAÇÃO JUDICIAL - ENCERRAMENTO DA RECUPERAÇÃO - IMPUGNAÇÕES PENDENTES DE JULGAMENTO - POSSIBILIDADE. [...] 2. Não há obstáculo legal ou processual para o encerramento da recuperação ainda que as impugnações, eventuais habilitações retardatárias e ações rescisórias não estejam definitivamente julgadas, eis que o encerramento do processo não está vinculado à consolidação do rol de credores. 3. O encerramento da recuperação decorre de previsão legal e pendente decisões sobre impugnações, habilitações retardatárias e ações rescisórias, homologa-se o quadro de credores no estado em que se encontra no momento em que verificado o cumprimento das obrigações previstas no plano com vencimento dois anos após a recuperação e encerra-se a recuperação, como forma de eliminar-se as limitações à atividade empresarial. 4. A partir de então, o quadro sofrerá as retificações necessárias de acordo com que as impugnações, eventuais habilitações retardatárias e ações rescisórias forem sendo julgadas, até que se apure o passivo

fundamento, para além do prazo previsto na LRE,⁶¹⁸ observada, evidentemente, a condição de que o devedor esteja em dia com as obrigações assumidas no plano.

Se, por um lado, a manutenção da empresa em recuperação permite que o administrador judicial, o comitê de credores ou até mesmo o Ministério Público continuem fiscalizando suas atividades, por outro lado, persistem diversos efeitos negativos, como a pecha de empresa em recuperação judicial perante o mercado e a obrigatoriedade de pagamento dos custos e despesas do processo, incluindo a remuneração do administrador judicial. Mesmo assim, alguns devedores optam por continuar no regime de recuperação judicial porque, na superveniência de outra situação de crise, eles não poderão pedir novamente a recuperação judicial, ao menos pelo prazo de três anos contados do encerramento do processo.⁶¹⁹ Ao invés disso, convoca-se nova assembleia de credores para alterar o plano previamente aceito, sem que disso possa decorrer a imediata decretação de falência da empresa, já que a rejeição da proposta de aditamento não implica tal resultado, ao contrário da rejeição do plano original. Por sua vez, os credores, temendo incorrer em mais custos, bem como que a rejeição da proposta de aditamento implique o descumprimento da obrigação originalmente assumida no plano e, conseqüentemente, a falência do devedor, podem até mesmo aprovar propostas desvantajosas.

Outra consequência da manutenção do processo recuperacional é o não pagamento das dívidas fiscais anteriores ao pedido, a teor de orientação jurisprudencial que proíbe a alienação de bens da recuperanda em execuções fiscais.⁶²⁰ Trata-se de artifício bastante

da empresa e garanta-se a proteção do direito dos credores. [...]” (TJES. AI 30.119.001.714. 1ª Câmara Cível. Relator: Des. Fabio Clem de Oliveira. j. 20 mar. 2012. DJ 03 abr. 2012).

⁶¹⁸ Conforme voto do Desembargador Pereira Calças, do TJSP: “[n]o caso da PARMALAT o biênio judicial já transcorreu há muito tempo, mas o Juiz ainda não decretou por sentença o encerramento da recuperação judicial, consoante determina o art. 63, porque, conforme anota o senhor administrador judicial, ainda existem recursos e pendências a serem solucionadas. Com a devida vênia, entendo que o processo de recuperação judicial da PARMALAT já deveria ter sido encerrado por sentença judicial, cumprindo-se rigorosamente o art. 63, que de forma imperativa preconiza: ‘o juiz decretará por sentença o encerramento da recuperação’.” (TJSP. AI 994.09.282082-5. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 06 abr. 2010. DJ 22 abr. 2010).

⁶¹⁹ Veja-se que o prazo é de três anos porque o art. 48, inciso II, da LRE proíbe que o devedor requeira nova recuperação judicial no prazo de cinco anos, contados da concessão da recuperação judicial anterior, que se dá com a homologação do plano. Logo, subtraindo-se desse prazo de cinco anos o biênio legal para encerramento do processo, conclui-se que o devedor não poderá pedir nova recuperação judicial pelo prazo de três anos após o encerramento da recuperação anterior.

⁶²⁰ “CONFLITO DE COMPETÊNCIA. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. EXECUÇÃO FISCAL. Processado o pedido de recuperação judicial, suspendem-se automaticamente os atos de alienação na execução fiscal, até que o devedor possa aproveitar o benefício previsto na ressalva constante da parte final do § 7º do art. 6º da Lei nº 11.101, de 2005 (‘ressalvada a concessão de parcelamento nos termos do Código Tributário Nacional e da legislação ordinária específica’). Agravo regimental provido em parte.” (STJ. AgRg no CC 81.922/RJ. 2ª Seção. Relator: Min. Ari Pargendler. j. 09 maio 2007. DJ 04 jun. 2007).

conveniente ao devedor mas que, no nosso sentir, deveria perdurar somente até a aprovação do plano, quando a situação da empresa presumir-se-á, em tese, estabilizada.

Para o financiador da empresa em crise, interessaria a manutenção do regime recuperacional para além do prazo de dois anos, assegurando-lhe a extraconcursalidade em caso de decretação de falência. No entanto, embora se dê no bojo da autonomia privada, o aditamento do plano de recuperação judicial que implique não apenas alterações pontuais, como prazo de pagamento ou taxas de juros, mas promova modificação substancial do plano inicialmente proposto, pode ter, em parte, os mesmos efeitos de uma nova recuperação judicial, colidindo assim com a norma do art. 48, inciso II, da LRE, que proíbe novo pedido de recuperação judicial no prazo de cinco anos, contados da concessão da recuperação anterior. Logo, a depender do caso concreto, uma alteração dessa magnitude não deveria ser homologada pelo juiz, por implicar afronta direta a dispositivo de lei.

Dessa maneira, é fundamental que o financiador da empresa em crise investigue as razões pelas quais o processo continua mesmo após o biênio legal, apure o passivo fiscal da empresa, bem como as alterações que vêm sendo promovidas ao longo do tempo no plano de recuperação aprovado, as quais podem impactar até mesmo nas condições acordadas em seu contrato, alterando os riscos e benefícios inicialmente estimados. Para aumentar a segurança jurídica, melhor seria que o encerramento da recuperação fosse decretado de ofício pelo juiz, com base em informações prestadas pelo administrador judicial e pelo próprio devedor, e desde que cumpridas as obrigações do plano até então vencidas, independentemente da pendência de impugnações ou recursos. Por fim, poder-se-ia até cogitar de mudança legislativa no prazo de vedação a um novo pedido de recuperação judicial, assunto cuja análise de conveniência refoge aos propósitos deste trabalho.

8.1.1.4 A prova da extraconcursalidade

A doutrina aponta a existência de problemas inerentes à operacionalização do crédito extraconcursal, haja vista que a LRE não estipula cuidados ou condicionantes ao reconhecimento desses créditos. Nesse sentido, Luis Cláudio Montoro Mendes destaca que o ônus da prova da extraconcursalidade recairia sobre o credor, que deveria se resguardar

com documentos e adotar procedimentos que evitem dúvidas e questionamentos pelo devedor e demais credores.⁶²¹

Ainda que o ônus da prova seja do credor, não pode o administrador judicial deixar de reconhecer o crédito surgido durante a recuperação judicial sempre que dispuser dos documentos pertinentes, o que deveria ser a praxe, já que as atividades da empresa recuperanda são por ele fiscalizadas.

8.1.1.5 Limites da extraconcursalidade dos novos créditos

Um dos fatores a ser considerado pelo potencial financiador de empresas em recuperação judicial é a situação de seu crédito na eventual decretação de falência, considerando-se a ordem de prioridade fixada pela LRE em relação aos demais credores, concursais e extraconcursais. Esse fator será importante na definição da modalidade do instrumento de financiamento a ser utilizado.⁶²² A seguir, exporemos as situações previstas na legislação brasileira que podem obstar o pagamento dos financiadores da empresa em recuperação judicial a despeito da extraconcursalidade de seu crédito, seja porque há credores com prioridade superior, seja porque há credores simplesmente excluídos dos efeitos da LRE.

8.1.1.5.1 Pagamento dos demais credores extraconcursais

A lei brasileira posiciona rigidamente, na hierarquia dos créditos na falência, aqueles referidos no *caput* do art. 67, não prevendo qualquer margem para flexibilização

⁶²¹ **O crédito...**, p. 99. O jurista exemplifica alguns procedimentos que podem ser adotados nesse sentido, tais como a elaboração de laudos comprovando a entrega de mercadorias encomendadas pelo devedor ou que o crédito a ele concedido foi totalmente depositado em conta corrente de titularidade dele, que pode livremente dispor dos recursos. Sobre o tema, já se manifestou a jurisprudência: “[f]alência. Habilitação de crédito. Indeferimento por ausência de demonstração da origem dos mesmos. Origem comprovada. Créditos gerados após o pedido de recuperação judicial, posteriormente convolada em falência. Créditos extraconcursais. Recurso provido.” (TJSP. AI 620.795.4/2-00. CRFRJ. Relator: Des. Boris Kauffmann. j. 01 abr. 2009. DJ 23 abr. 2009).

⁶²² Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 136.

do nível de prioridade atribuído ao financiador da empresa em recuperação judicial caso seja decretada a quebra. Todavia, a extraconcursalidade do novo credor não é absoluta.

Segundo preconiza o art. 84, inciso V, da LRE, embora classificados como extraconcursais, os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial são pagos após os demais créditos extraconcursais, em concorrência com os créditos tributários surgidos na falência e demais atos jurídicos praticados nesse período, respeitada a ordem de preferência prevista no art. 83 da LRE.

Assim, antes de serem pagos os créditos concedidos ao falido enquanto estava em recuperação judicial, deverão ser pagos: (a) remunerações devidas ao administrador judicial e seus auxiliares; (b) créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho constituídos após a decretação de falência; (c) quantias fornecidas à massa pelos credores; (d) despesas com arrecadação, administração, realização do ativo e distribuição do seu produto, bem como custas do processo falimentar; e (e) custas judiciais relativas às ações e execuções em que a massa falida tenha sido vencida.⁶²³

Deve ser observada também a parte final do *caput* do art. 67, que faz referência à ordem estabelecida no art. 83.⁶²⁴ Assim, serão apurados todos os créditos negociais surgidos durante a recuperação judicial e os derivados de atos jurídicos válidos praticados após a falência, assim como os tributos relativos a fatos geradores ocorridos após a quebra.⁶²⁵ Uma vez apurados todos esses créditos, serão eles classificados de acordo com a

⁶²³ Nos Estados Unidos, disposição semelhante confere prioridade às *administrative claims* surgidas na falência em relação às *administrative claims* e outros créditos com prioridade surgidos durante a recuperação da empresa sob o *Chapter 11* (§ 726(b) e § 507 (a) e (b), *Title 11, U.S. Code*).

⁶²⁴ Há quem avenge certa confusão na indicação desse dispositivo legal, pois o artigo 83 trata dos créditos concursais da falência, enquanto a disciplina dos extraconcursais está no art. 84 (cf. VIGIL NETO, Luiz Inácio. *Teoria...*, p. 181). Em nossa leitura, não há qualquer equívoco no dispositivo, que estatui claramente a extraconcursalidade dos novos créditos, enquanto o inciso V do art. 84 remete ao art. 67 ao se referir às “obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial.” Dessa forma, a menção do art. 83 tem por fim dizer qual a regra aplicável para se estabelecer a ordem de pagamento dos créditos concedidos durante a recuperação judicial e daqueles decorrentes de atos jurídicos válidos praticados após a falência, além dos tributos oriundos de fatos geradores posteriores à quebra.

⁶²⁵ Não se incluem aí as multas e penas pecuniárias resultantes do descumprimento de obrigações tributárias (cf. LIMA, Sérgio Mourão Corrêa. *Comentários...*, p. 580). Nesse sentido, excluindo as multas tributárias do conceito de crédito tributário extraconcursal previsto no art. 188 do Código Tributário Nacional: “EMENTA: AGRAVO DE INSTRUMENTO. DIREITO EMPRESARIAL E TRIBUTÁRIO. FALÊNCIA. CRÉDITOS APRESENTADOS PELA FAZENDA DISTRITAL. MULTA TRIBUTÁRIA. VALOR QUE NÃO INTEGRA O CRÉDITO TRIBUTÁRIO. CRÉDITO EXTRACONCURSAL. INAPLICABILIDADE DO ARTIGO 83, INCISO III, DA LEI Nº 11.101/2005. APLICABILIDADE DO INCISO VII DO MESMO PRECEPTIVO LEGAL. 1. O tratamento a ser dado às multas tributárias é o constante do artigo 83, inciso VII, da Lei nº 11.101/2005 (Lei de Falências). 2. Há que ser feita a distinção entre multa tributária e crédito tributário, por força do preceptivo legal acima mencionado que os elencou em momentos distintos. 5. Agravo desprovido.” (TJDFT. AI 2011.00.2.009883-1. 3ª Turma Cível. Relator: Des. Mario-Zam Belmiro. j. 13 out. 2011. DJe 19 out. 2011).

ordem estabelecida no art. 83, para então serem pagos conforme sua respectiva posição.⁶²⁶ Exemplificativamente, se dois credores financiaram a empresa durante a recuperação judicial, mas um deles possuía garantia real enquanto o outro era credor quirografário, aquele será pago com precedência em relação a este. Há, na verdade, concursos paralelos para os créditos extraconcursais.⁶²⁷

Destoando dessa interpretação, Jorge Lobo⁶²⁸ equipara as obrigações contraídas pelas empresas em recuperação judicial às quantias fornecidas à massa pelos credores, previstas no art. 84, inciso II. Logo, para o jurista, esses créditos terão prioridade em relação àqueles referidos nos incisos III a V do art. 84. Contudo, temos que o aludido inciso II é claro ao se referir apenas às quantias fornecidas à massa falida e não à recuperanda.⁶²⁹ Os créditos outorgados a esta última observarão, na falência, a ordem de classificação do art. 84 e o conteúdo do inciso V desse dispositivo, tal como expressamente previsto.⁶³⁰

Ressalte-se que tramita no Supremo Tribunal Federal (STF) a ADI n. 3.424, proposta pela Confederação Nacional das Profissões Liberais (CNPL), que pleiteia, dentre outras matérias, a inconstitucionalidade do art. 84, inciso V, da LRE, com fundamento na suposta violação da *par condicio creditorum* e do princípio constitucional da isonomia. Segundo a CNPL, a elevação à categoria de créditos extraconcursais das obrigações contraídas durante a recuperação judicial, nos termos do art. 67, poderia esvaziar o ativo que se destinaria ao pagamento dos demais credores e os recursos da massa poderiam ser direcionados a um único credor extraconcursal, o que motivaria inclusive práticas fraudulentas e implicaria o sacrifício de todos os demais créditos. Contudo, já se observou⁶³¹ que a CNPL não versa sobre o disposto no art. 151, que estabelece prioridade absoluta aos créditos trabalhistas de natureza estritamente salarial vencidos nos três meses

⁶²⁶ A redação do inciso V do art. 84 parece confusa, pois trata somente dos “tributos relativos a fatos geradores ocorridos após a decretação da falência”, nada dizendo sobre as obrigações tributárias geradas durante a recuperação judicial. Não obstante, o tratamento a ser dado a esses créditos deve respeitar a hierarquia do art. 83 (cf. LIMA, Sérgio Mourão Corrêa. **Comentários...**, p. 580-581).

⁶²⁷ Cf. FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. **Comentários...**, p. 454.

⁶²⁸ **Comentários à Lei...**, p. 249.

⁶²⁹ Vale lembrar que o direito brasileiro, diferentemente de outros países, não adotou o conceito de *estate* nos processos recuperacionais, inexistindo nesses casos uma “massa” de bens da recuperanda segregada para fins concursais.

⁶³⁰ O TJSP já se manifestou a respeito: “[f]alência (Lei 11.101/05). Convolação de recuperação judicial em falência. Créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial. Valores de recebíveis depositados em conta vinculada. Bloqueio determinado após a convolação em falência. Pretensão do credor à liberação dos valores até o montante de seu crédito. Crédito que, apesar de classificado como extraconcursal (art. 67) é satisfeito após o pagamento dos valores apontados nos incisos I a IV do art. 84, a exigir o controle judicial. Recurso desprovido.” (TJSP. AI 614.424-4/1-00. CRFRJ. Relator: Des. Boris Kauffmann. j. 30 jun. 2009. DJ 08 jul. 2009).

⁶³¹ Cf. MENDES, Luis Cláudio Montoro. **O crédito...**, p. 98.

anteriores à decretação da falência, até o limite de cinco salários mínimos por trabalhador, que serão pagos tão logo haja disponibilidade em caixa. Tal ausência representa um contrassenso no contexto de toda a argumentação da ADI. No mais, acreditamos que o raciocínio da CNPL vai de encontro aos objetivos da LRE ao tratar da recuperação judicial, pois atenta contra um dos mecanismos de incentivo ao financiamento das empresas em crise, prejudicando assim as chances de preservação da empresa.

8.1.1.5.2 Restituições em dinheiro

Além do pagamento dos demais créditos extraconcursais, o financiador da recuperanda cuja falência foi posteriormente decretada deverá aguardar o pagamento das restituições em dinheiro. Estas podem ter por fundamento o direito de propriedade (art. 85, *caput*) ou alguma das hipóteses previstas no art. 86 e deverão ser realizadas antes do pagamento dos créditos extraconcursais, quer pelo seu fundamento em si, quer pela ordem sugerida no art. 149 da LRE, que trata do pagamento aos credores.⁶³²

Ainda na vigência do Decreto-Lei n. 7.661/45, o STF sumulou entendimento pelo qual reconhecia ser possível, em algumas hipóteses, o pedido de restituição de dinheiro em poder do falido. Diz a Súmula n. 417 que “[p]ode ser objeto de restituição, na falência, dinheiro em poder do falido, recebido em nome de outrem, ou do qual, por lei ou contrato, não tivesse ele a disponibilidade.”⁶³³ Desse modo, se o falido possuir, na data da decretação de falência, dinheiro recebido em nome de terceiros a título de depósito, mandato, contrato estimatório etc., o terceiro titular do dinheiro terá direito à restituição. O mesmo direito possui o INSS sobre as contribuições previdenciárias descontadas dos empregados pelo empregador e não repassadas.⁶³⁴

⁶³² Diz o art. 149: “[r]ealizadas as restituições, pagos os créditos extraconcursais, na forma do art. 84 desta Lei, e consolidado o quadro-geral de credores, as importâncias recebidas com a realização do ativo serão destinadas ao pagamento dos credores, atendendo à classificação prevista no art. 83 desta Lei, respeitados os demais dispositivos desta Lei e as decisões judiciais que determinam reserva de importâncias.”

⁶³³ STF. Súmula nº 417. Sessão Plenária de 01 jun. 1964. DJ 06 jul. 1964.

⁶³⁴ Assim: “FALÊNCIA. CRÉDITOS TRABALHISTAS. RESTITUIÇÕES. HONORÁRIOS DO SÍNDICO. PREFERÊNCIAS. SÚMULA 219. I. De acordo com o entendimento predominante na jurisprudência, as restituições, caso das contribuições previdenciárias descontadas dos salários e retidas pelo empregador, devem efetivar-se antes do pagamento de qualquer crédito, ainda que trabalhista, pois os bens a que se referem não integram o patrimônio do falido. [...]” (STJ. REsp 86.520/SP. 4ª Turma. Relator: Min. Aldir Passarinho Junior. j. 29 maio 2001. DJ 17 set. 2001).

No caso de alienação fiduciária, o art. 7º do Decreto-Lei n. 911/69 assegura ao credor ou proprietário fiduciário o pedido de restituição do bem alienado, em caso de falência do devedor fiduciante. Note-se que inclusive dinheiro pode ser objeto de propriedade fiduciária, por força do § 3º do art. 66-B da Lei n. 4.728/66.⁶³⁵⁻⁶³⁶

Por sua vez, o art. 86 da LRE arrola em seus incisos algumas situações nas quais se procederá à restituição em dinheiro.

A primeira delas diz respeito à inexistência da coisa à época do pedido de restituição, quer porque foi vendida, quer porque se perdeu ou inexistiu por qualquer outra razão, desde que tenha sido inicialmente arrecadada ou estivesse em poder do devedor na data da decretação da falência. Nesse caso, o requerente recebe valor de avaliação do bem ou, caso tenha ocorrido sua venda, o respectivo preço pago, ambos atualizados. A norma dá margem a discussões tanto sobre os critérios de avaliação como sobre o preço de alienação do bem, especialmente quando ele é vendido em bloco com outros bens ou no conjunto do estabelecimento.

A segunda delas trata da restituição dos valores entregues ao devedor a título de ACC e já era prevista na Lei n. 4.728/65, em seu art. 75, § 3º. Trata-se de opção político-legislativa, reafirmada pela LRE, que visa à facilitação e ao barateamento das exportações, contendo a questão um “aspecto social”.⁶³⁷ Defende-se que o objetivo da norma é proteger os exportadores, pois garantida a devolução dos valores adiantados, as instituições financeiras não se fechariam a esse tipo de negócio, ao passo que ampliado o risco de

⁶³⁵ Art. 66-B, § 3º, da Lei n. 4.728/66: “[é] admitida a alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito, hipóteses em que, salvo disposição em contrário, a posse direta e indireta do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é atribuída ao credor, que, em caso de inadimplemento ou mora da obrigação garantida, poderá vender a terceiros o bem objeto da propriedade fiduciária independente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito e das despesas decorrentes da realização da garantia, entregando ao devedor o saldo, se houver, acompanhado do demonstrativo da operação realizada.”

⁶³⁶ De acordo com o art. 1.361 do Código Civil, a propriedade fiduciária pode ser constituída somente para bens móveis infungíveis, mas leis especiais preveem a possibilidade de sua aplicação a bens imóveis e a bens fungíveis (Lei n. 9.514/97, art. 17, e Lei n. 4.728/65, art. 66-B, § 3º, respectivamente). Neste último caso, a lei e a doutrina diferenciam alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis e de títulos de crédito, muito embora ambas sejam negócios jurídicos pelos quais se constitui a propriedade fiduciária (cf. COELHO, Fábio Ulhoa. A trava bancária. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, set. 2009, p. 62).

⁶³⁷ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. A restituição ao banco do valor do adiantamento efetuado em contrato de câmbio para exportação, em caso de falência ou concordata do exportador – exame da Súmula 133 do Superior Tribunal de Justiça. **Revista dos Tribunais**, v. 765, jul. 1999, p. 121.

perda desses valores, haveria uma retração das operações de ACC que refletiria negativamente na balança comercial do país.⁶³⁸

O ACC consiste na antecipação, pela instituição financeira ao exportador, de parte do preço a ser pago pela moeda estrangeira, antes do pagamento pelo importador. Logo, deriva sua natureza do próprio contrato de câmbio, configurando uma compra e venda a termo, com pagamento antecipado do valor da moeda estrangeira, e não operação de empréstimo.⁶³⁹ Ressalte-se que, nesse caso, a moeda não é tida como meio de troca, mas como mercadoria, passível de ser objeto de negócio jurídico e cujo preço está sujeito a oscilações de mercado.⁶⁴⁰

Parte da doutrina⁶⁴¹ há muito questionou o pedido de restituição dos valores entregues ao devedor a título de ACC. Resumidamente, argumentou-se que a operação, na realidade, apresenta características de mútuo e o dinheiro entregue passaria a ser de propriedade do exportador. Ademais, normas tributárias isentariam a operação de IOF, quando seria hipótese de não incidência, caso não se tratasse de mútuo. Por fim, se a coisa não pertence ao banco, não caberia restituição, de modo que a solução legislativa adotada implicaria violação ao princípio da igualdade.

Contudo, a jurisprudência consolidada referendou o tratamento conferido pela Lei n. 4.728/65 ao ACC, entendendo que a restituição desses valores deveria ocorrer antes de qualquer pagamento, mesmo dos créditos trabalhistas, pois se trata de dinheiro de terceiro em poder do devedor, passível de restituição.⁶⁴² Mas cabe uma ressalva: conforme já decidiu o Superior Tribunal de Justiça (STJ), somente será objeto de restituição o principal adiantado, acrescido de correção monetária, excluídos, portanto, multas, juros e demais encargos.⁶⁴³

⁶³⁸ Cf. WALD, Arnoldo; WAISBERG, Ivo. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 349.

⁶³⁹ Cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito...**, p. 320; e BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **A restituição...**, p. 120.

⁶⁴⁰ Esse posicionamento reflete o disposto no Código Comercial de 1850, que previa, em seu art. 191, segunda alínea, a moeda metálica e o papel moeda como objeto da compra e venda mercantil. Dessa forma, o contrato de câmbio seria caracterizado como compra e venda, uma vez que nele a moeda, meio de troca, transforma-se em mercadoria, bem econômico sujeito ao mercado e submetido às leis de oferta e demanda.

⁶⁴¹ Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A restituição falimentar do adiantamento sobre contrato de câmbio. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 36, p. 27-34, 1978.

⁶⁴² Assim, STJ. REsp 533.522/RS. 4ª Turma. Relator: Min. Fernando Gonçalves. j. 21 out. 2003. DJ 03 nov. 2003.

⁶⁴³ STJ. REsp 154.947/RJ. 4ª Turma. Relator: Min. Barros Monteiro. j. 07 out. 2003. DJ 09 dez. 2003.

A despeito do entendimento firmado, a já referida ADI n. 3.424 pleiteia também a inconstitucionalidade do art. 86, inciso II, da LRE, mais uma vez sob o argumento de que há violação ao princípio da isonomia, especialmente em relação aos credores trabalhistas. Subsidiariamente, clama-se pela aplicação da regra da interpretação conforme,⁶⁴⁴ para que os créditos trabalhistas sejam pagos antes dos credores por ACC. A argumentação, a nosso ver, não se sustenta quando se procede a uma análise sistemática da LRE, que previu diversos benefícios ao crédito trabalhista, tanto na recuperação judicial (art. 54) como na falência (art. 83, inciso I, e art. 151), em que possuem prioridade de pagamento em relação aos demais credores concursais. Além disso, a opção legislativa é clara nos sentido de incentivar as exportações brasileiras.⁶⁴⁵

Por último, caberá pedido de restituição dos valores entregues ao devedor pelo contratante de boa-fé, na hipótese de revogação ou ineficácia do contrato, nos termos art. 136 da LRE. O fundamento desse pedido de restituição está insculpido na própria norma e consiste em proteger o contratante de boa-fé.⁶⁴⁶

As hipóteses de ineficácia estão arroladas nos incisos do art. 129 da LRE e sua verificação independe do conhecimento do estado de crise econômico-financeira do devedor ou da intenção de fraudar credores.

Distinta é a hipótese de revogação, prevista no art. 130. Neste caso, o ato revogável pressupõe a intenção de fraudar credores, o que se contrapõe ao fundamento da restituição prevista no art. 86, inciso III, da LRE. Diante disso, entendemos que houve desatenção do legislador ao prever a restituição dos valores entregues pelo contratante nos casos de revogação do negócio jurídico, em que jamais poderá ter havido boa-fé e, assim, a finalidade da norma não poderá ser cumprida, pelo que a restituição ora tratada será cabível apenas nos casos de declaração de ineficácia do negócio e desde que o contratante não tenha agido de má-fé.

8.1.1.5.3 Créditos excluídos dos efeitos da LRE

⁶⁴⁴ Jose Joaquim Gomes Canotilho leciona que a interpretação conforme a constituição é um princípio de controle, cuja função é assegurar a constitucionalidade da interpretação, e vem à tona quando a utilização dos vários elementos interpretativos não permite a obtenção de um sentido inequívoco dentre os vários significados de uma norma polissêmica ou plurissignificativa (**Direito Constitucional e Teoria da Constituição**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 1999, p. 1151-1152).

⁶⁴⁵ Cf. TEBET, Ramez. **Parecer nº 534**..., p. 43-44.

⁶⁴⁶ Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários**..., p. 337.

Vale mencionar também que o disposto na LRE não afeta as obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços de compensação e liquidação financeira, que serão ultimadas ou liquidadas na forma de seus regulamentos, como prevê o art. 193 da LRE. Trata-se de dispositivo traslado, com as devidas adaptações, do art. 7º da Lei n. 10.214/01,⁶⁴⁷ que regula a atuação dessas entidades no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro.⁶⁴⁸

As câmaras e prestadoras de serviços de compensação e liquidação financeira, também chamadas *clearing houses* ou simplesmente *clearings*, são

entidades ou órgãos criados a fim de aumentar a segurança e agilidade de liquidação de operações realizadas por agentes que operam num determinado sistema ou mercado e que se sujeitam, voluntariamente ou em função de norma, a regras especiais em função de suas operações.⁶⁴⁹

Em regra, as câmaras de compensação figuram como contraparte nas operações realizadas em seu âmbito para administrar os processos de liquidação e as garantias prestadas pelos participantes desse sistema.⁶⁵⁰ No instante imediatamente posterior à celebração do contrato, a relação jurídica existente entre as partes originais cinge-se em duas relações jurídicas nas quais a câmara atua como contraparte das partes originais, de modo que o inadimplemento de uma delas não afete a outra parte original, que terá sua contraprestação cumprida pela câmara e esta exigirá o que é devido pela parte faltante. Daí

⁶⁴⁷ “Art. 7º Os regimes de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetarão o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos.”

⁶⁴⁸ As câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação financeira, atuantes no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, são regulados pela Lei n. 10.214/01 e pela Resolução n. 2.882/01, do Conselho Monetário Nacional (CMN). Esse sistema é integrado pelos sistemas de compensação de cheques e outros papéis, compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito, transferência de fundos e de outros ativos financeiros, compensação e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários, compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros e outros serviços cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados.

⁶⁴⁹ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 616.

⁶⁵⁰ Diz o art. 4º da Lei n. 10.214/01: “[a]rt. 4º Nos sistemas em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços”.

a necessidade de a câmara manter patrimônio especial apto a suportar eventuais inadimplementos.⁶⁵¹

A preservação das operações e garantias celebradas no âmbito dessas entidades ou órgãos, mesmo em casos de falência de uma das partes, justifica-se para evitar riscos sistêmicos e assegurar o bom funcionamento dos mercados em que operam.⁶⁵² Risco sistêmico geralmente consiste no risco de que um evento desencadeador, tal como falhas de mercado ou institucionais, resulte numa cadeia de consequências que afetem negativamente os participantes do mercado e a economia como um todo. No pior cenário, pode compreender a quebra de instituições financeiras e mercados inteiros e, em menor grau, pode causar perdas a instituições financeiras e volatilidade nos mercados financeiros.⁶⁵³ Após a crise financeira internacional de 2008, que teve como protagonistas instrumentos de derivativos negociados no âmbito de câmaras de compensação e liquidação, diversas críticas vêm sendo tecidas à proteção conferida pelas leis concursais a esses instrumentos, operados em geral por agentes financeiros sofisticados, propugnando-se por um maior controle regulatório em detrimento de prioridades em concursos de credores.⁶⁵⁴

Por sua vez, o art. 194 da LRE prevê que

[o] produto da realização das garantias prestadas pelo participante das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação financeira submetidos aos regimes de que trata esta Lei, assim como os títulos, valores mobiliários e quaisquer outros de seus ativos objetos de compensação ou liquidação serão destinados à liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços.

⁶⁵¹ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 618. Conforme dispõe o art. 3º, inciso V, da Resolução n. 2.882/01, do CMN, “as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação devem, no mínimo, assegurar, em caso de inadimplência de participante, a liquidação tempestiva de obrigações em montante equivalente à maior posição compensada devedora neles apurada, ressalvado o risco de emissor”.

⁶⁵² Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 620. No mesmo sentido, cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito...**, p. 554.

⁶⁵³ Cf. FAUBUS, Bryan G. Narrowing the Bankruptcy Safe Harbor for Derivatives to Combat Systemic Risk. **Duke Law Journal**, v. 59, June 2010, p. 815. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1620949>. Acesso em: 05 abr. 2012. Segundo observa o autor, o *Bankruptcy Code* norte-americano contém disposições que conferem tratamento especial (*safe harbor*) aos derivativos no caso de crise da contraparte, visando mitigar o risco sistêmico e prover liquidez ao mercado, permitindo a liberação de ativos ilíquidos da contraparte inadimplente e sua aplicação em outras operações (**Narrowing...**, p. 825).

⁶⁵⁴ Para uma crítica ao tratamento especial conferido aos derivativos pelas leis concursais, em especial nos Estados Unidos, cf. ROE, Mark J. Bankruptcy's Financial Crisis Accelerator: The Derivatives Players' Priorities in Chapter 11. **ECGI - Law Working Paper No. 153/2010; Harvard Public Law Working Paper No. 10-17; Stanford Law Review, Forthcoming**, Mar. 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1567075>. Acesso em: 05 abr. 2012.

A suficiência e exequibilidade das garantias oferecidas pelos participantes são essenciais à segurança das operações assumidas no âmbito das câmaras e elas podem vir sob várias formas, especialmente por meio de caução de dinheiro ou de títulos e valores mobiliários, de modo que as garantias somente cumprirão com seu papel se a câmara tiver a certeza de que poderá excuti-las, independentemente da causa do inadimplemento do participante.⁶⁵⁵

Nesse sentido, a exclusão das garantias prestadas dos efeitos da falência ou da recuperação judicial tem como fundamento o fato de operarem não em favor da câmara, mas da eficiência e fluidez do sistema de operações que se pretende preservar.⁶⁵⁶

Contudo, segundo observa Francisco Satiro de Souza Junior,⁶⁵⁷ o artigo não prima pela melhor redação, porquanto há dificuldade em saber quem é o “participante das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação financeira”, concluindo que o termo participante deve ser lido conforme a Resolução n. 2.882/01 do CMN, ou seja, “aquele que realiza operações que serão liquidadas ou compensadas no âmbito de atuação das câmaras e prestadoras de serviços em questão”.

A Resolução n. 2.882/01 do CMN define apenas os participantes diretos ou indiretos para fins de liquidação. Pelo art. 2º, parágrafo único, inciso III, participante direto para fins de liquidação é a “pessoa jurídica que assume a posição de parte contratante para fins de liquidação, no âmbito do sistema integrante do sistema de pagamentos, perante a câmara ou o prestador de serviços de compensação ou outro participante direto”. Já o inciso IV do mesmo parágrafo diz que o participante indireto para fins de liquidação é a “pessoa jurídica, com acesso a sistema integrante do sistema de pagamentos, cujas operações são liquidadas por intermédio de um participante direto”.⁶⁵⁸

⁶⁵⁵ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 621.

⁶⁵⁶ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 621. Na mesma esteira, advoga Jairo Saddi: “[t]endo em vista que o Sistema de Pagamentos Brasileiro tem o objetivo de minimizar os riscos à solidez e ao normal funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, e partindo-se do fato de que esse mecanismo somente é possível por meio de separação do patrimônio especial e das garantias oferecidas pelos emissores, pode-se concluir que a sujeição desses bens à legislação falimentar inviabilizaria a garantia do cumprimento das obrigações e, conseqüentemente, aumentaria tanto o risco de crédito quanto o risco de liquidez do Sistema Financeiro. Isso, por sua vez, poderia trazer um risco sistêmico insustentável, fato que traria consequências negativas em todos os âmbitos das relações sociais, inclusive sobre a massa trabalhista, ponto que serviria de pressuposto para supressão das garantias.” (In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1285).

⁶⁵⁷ **Comentários...**, p. 623.

⁶⁵⁸ No âmbito da Comunidade Europeia, participante direto é aquele que, dentro de um sistema de transferências, é responsável perante a instituição liquidante ou perante os demais participantes pela liquidação de suas próprias obrigações, de seus clientes e de participantes indiretos em nome dos quais está liquidando (cf. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT. Committee on Payment and

Como se percebe, a lei padece de uma melhor noção do que seria o participante das câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação, enquanto a definição regulamentar parece restrita e conduz ao entendimento de que somente pessoas jurídicas estariam albergadas pela noção de participante, ao menos para fins de liquidação.

O BACEN define participante como “[u]ma parte que é reconhecida nas regras de um sistema de pagamento como elegível para intercambiar e liquidar pagamentos através do sistema com outros participantes, seja de forma direta, seja indireta”.⁶⁵⁹ Já o participante indireto, segundo aquela entidade, é “[u]ma classe de participante em um sistema de pagamento em que existe um acordo de hierarquização. Os participantes indiretos liquidam seus pagamentos nos livros dos participantes diretos e não entre contas na instituição liquidante.”⁶⁶⁰

No âmbito da autorregulação, a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), câmara do Segmento Bovespa da BM&FBovespa, ao executar serviços de compensação e liquidação, nos termos de seu regulamento, possui como participantes os agentes de compensação, que são instituições responsáveis, como contraparte perante seus clientes e a CBLC, pela liquidação e pela prestação de garantias referentes às operações próprias e/ou de seus clientes.⁶⁶¹ São qualificáveis como agentes de compensação as sociedades corretoras, os bancos comerciais ou múltiplos, os bancos de investimento, as sociedades distribuidoras e outras instituições, a critério da CBLC.⁶⁶²

Da análise dos dispositivos e definições acima, para fins de liquidação e compensação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores, o termo “participante”, mencionado no art. 194 da LRE, abrangeria apenas as contrapartes da câmara ou prestador de serviço de compensação e liquidação, ou seja, pessoas jurídicas,

Settlement Systems. A **glossary of terms used in payments and settlement systems**, Mar. 2003. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/cpss00b.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2012).

⁶⁵⁹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Glossário Completo**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/GlossarioLista.asp?idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em: 05 abr. 2012.

⁶⁶⁰ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Glossário**...

⁶⁶¹ Cf. CBLC. **Regulamento de Operações da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)**, mar. 2011, item 3.2. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf>>. Acesso em: 05 abr. 2012.

⁶⁶² Cf. CBLC. **Regulamento**..., item 11. Já no contexto do regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Câmbio da BM&FBovespa, são participantes as “[i]nstituições autorizadas pelo Banco Central do Brasil a praticar operações de câmbio, quando habilitados pela Câmara a fazer uso de seus Sistemas” (cf. BM&FBovespa. **Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Câmbio da BM&FBovespa**, 11 abr. 2010, art. 1º, item 40. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/regulamento-de-operacoes-do-mercado-de-cambio-da-bmfbovespa.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2012).

em geral sociedades corretoras, distribuidoras e bancos.⁶⁶³ Distinta é a relação jurídica estabelecida entre essas entidades e seus clientes,⁶⁶⁴ inclusive quanto à prestação de garantias, a qual, na perspectiva do investidor, ocorre fora do sistema de compensação e liquidação, pelo que a extensão da norma do art. 193 também se limitaria aos participantes desse sistema, já que são eles que assumem obrigações no âmbito das câmaras de compensação e liquidação.⁶⁶⁵ Prevalecendo essa interpretação, caso o cliente de uma corretora de títulos e valores mobiliários esteja inadimplente, o participante deverá cumprir o contrato perante a câmara, inclusive valendo-se das garantias que ele próprio prestou, exigindo do cliente os valores inadimplidos, com todas as penalidades decorrentes.⁶⁶⁶ Pela mesma razão, as garantias prestadas pelos investidores, caso ainda não liquidadas, estarão sujeita ao concurso de credores, podendo ser arrecadadas pelo administrador judicial em caso de falência, já que não se trata de garantias prestadas *pelo* participante, mas *ao* participante.⁶⁶⁷

Caso o legislador pretendesse excluir dos efeitos da LRE também as garantias prestadas às corretoras pelos seus clientes nas operações a serem liquidadas junto às câmaras de compensação e liquidação, sob a justificativa de garantir a higidez e segurança desses sistemas, poderia ter melhor esclarecido a abrangência do dispositivo, em especial no que se refere ao termo “participante”.

Mesmo assim, parece-nos que referida solução não corresponderia exatamente às razões de existência dos dispositivos em tela. Isso porque a crise de um investidor não tem, *como regra*, o potencial de causar riscos sistêmicos, pelas salvaguardas existentes e pelas

⁶⁶³ Para o Bank for International Settlement (BIS), cliente é o comprador, vendedor ou titular de valores mobiliários e instrumentos financeiros que não participa diretamente de um sistema de compensação e liquidação, de modo que os valores detidos dentro do sistema pelos seus participantes frequentemente incluem ativos cujos beneficiários são seus clientes (**A glossary...**, p. 18).

⁶⁶⁴ A doutrina classifica a relação entre investidor e corretora como um contrato de comissão mercantil, pelo qual a corretora, atuando em nome próprio, mas por ordem do investidor, realiza os negócios de bolsa, assumindo a câmara a posição de contraparte entre as corretoras envolvidas no negócio (cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**. 2002. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo: 2002, p. 124).

⁶⁶⁵ Note-se que o Regulamento da CBLC prevê alguns deveres dos investidores, mas somente perante o agente de custódia e o participante de negociação.

⁶⁶⁶ A CBLC somente poderá executar as garantias prestadas pelos investidores, em caso de inadimplência, quando os agentes de compensação e participantes de negociação não tomarem as providências necessárias (cf. CBLC. **Regulamento...**, item 166.1).

⁶⁶⁷ John Hull, tratando dos mercados de futuros e opções, elucida a questão: “[d]a mesma maneira que o cliente tem de manter conta de margem junto ao *broker*, o membro da câmara tem de manter junto à *clearing* a conta de margem. Isso é conhecido como margem da *clearing* [*clearing margin*]. As contas de margem para os membros de compensação são ajustadas para os ganhos e as perdas no fim de cada dia de negociação do mesmo modo que a conta de margem dos investidores.” (**Fundamentos dos Mercados Futuros e de Opções**. Tradução: Marco Aurélio Teixeira. 4. ed. São Paulo: BM&F, 2005, p. 28).

garantias prestadas às câmaras de compensação pelas próprias corretoras e demais instituições que atuam em seu âmbito. Diferentemente, a quebra de uma corretora poderia afetar inúmeras operações de diversos clientes e instituições, havendo aí o risco de inadimplimentos em cadeia, justificando-se a proteção conferida pela LRE.

Finalmente, poder-se-ia argumentar que a interpretação ora defendida conduziria ao esvaziamento das normas contidas nos arts. 193 e 194, sob o argumento de que bancos, sociedades corretoras e demais entidades que possam figurar como “participantes” se submeteriam a outros regimes concursais que não os da LRE. Entretanto, o art. 197 desse diploma prevê a aplicação subsidiária de suas normas aos procedimentos específicos atualmente existentes para tais instituições.

8.1.1.6 Limites da extraconcursalidade dos novos créditos (2): Despesas indispensáveis à administração da falência e créditos de natureza estritamente salarial

A LRE também prevê que alguns créditos serão pagos com os recursos disponíveis no caixa da massa falida.⁶⁶⁸ Assim, o art. 150 diz que as despesas cujo pagamento antecipado seja indispensável à administração da falência, inclusive na hipótese de continuação provisória das atividades, serão pagas pelo administrador judicial com os recursos disponíveis em caixa. Segundo discorre Sérgio Mourão Corrêa Lima,⁶⁶⁹ os gastos com arrecadação, remoção e guarda de bens são exemplos de despesas indispensáveis e urgentes, que se não forem prontamente realizadas podem comprometer os bens da massa.

Por outro lado, o art. 151 disciplina que os créditos trabalhistas de natureza estritamente salarial vencidos nos três meses anteriores à decretação da falência, até o limite de cinco salários mínimos por trabalhador, serão pagos tão logo haja disponibilidade em caixa. Conforme explica Manoel Justino Bezerra Filho,⁶⁷⁰ essa previsão tem fundamento em barganha política que visou compensar os trabalhadores pelo limite de

⁶⁶⁸ Segundo Francisco Satiro de Souza Junior, “entenda-se por recursos disponíveis em caixa as quantias pecuniárias passíveis de utilização imediata e que não estejam vinculadas a despesas futuras indispensáveis. Nada impede, entretanto, que o administrador judicial, respeitando as demais disposições desta Lei, proceda à liquidação de ativos a fim de obter disponibilidade de recursos e assim fazer frente às despesas necessárias surgidas.” (**Comentários...**, p. 510).

⁶⁶⁹ In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1014.

⁶⁷⁰ **Lei de Recuperação...**, p. 314.

cento e cinquenta salários mínimos por credor no pagamento desses créditos na falência,⁶⁷¹ de modo que os valores excedentes são tratados como créditos quirografários, ou seja, rebaixados na ordem de classificação. Como forma de compensar os trabalhadores por essa limitação, conferiu-se a eles o direito de receber parte dos seus créditos antes de todos os demais, inclusive as restituições em dinheiro, o que fez surgir a norma do art. 151.⁶⁷²

Duas correntes doutrinárias surgiram acerca da classificação do crédito referido no art. 151 da LRE. A primeira delas, apoiada no entendimento aparentemente mais óbvio, defende que esses créditos são tratados com “superprioridade” em relação aos demais, como se constituíssem uma nova classe de credores e, portanto, devem ser pagos independentemente dos demais créditos, inclusive restituições e despesas para movimentação do processo.⁶⁷³ A segunda corrente entende que o legislador não criou uma nova classe de credores com prioridade, mas apenas garantiu pagamento antecipado a determinados créditos concursais, que somente deve ser realizado se houver certeza de que existirão recursos suficientes para satisfazer todos os credores extraconcursais e as restituições em dinheiro.⁶⁷⁴

A segunda corrente apresenta o entendimento mais conveniente sob a óptica do financiador da empresa em crise, pois o pagamento de seu crédito, por ser extraconcursal, estaria garantido, ao menos em relação a esses créditos trabalhistas. Todavia, esse pensamento enfrenta enorme obstáculo trazido no parágrafo único do art. 86 da LRE, o

⁶⁷¹ Art. 83, inciso I, LRE.

⁶⁷² Conforme asseverou o Senador Ramez Tebet, “[m]ais uma vez, aqui, é preciso buscar a solução que melhor harmonize os princípios fundamentais que devem permear a Lei de Falências. De um lado, a necessidade de se protegerem os trabalhadores e de garantir-lhes a subsistência. De outro, o imperativo de reduzir o custo do crédito. Ponderar esses efeitos contraditórios não é tarefa simples, mas parece-nos que, no atual momento histórico, nada pode ser mais deletério aos trabalhadores do que a eliminação de vagas de trabalho em decorrência do arrefecimento do impulso exportador.

“A alternativa que encontramos foi definir um valor até o qual os trabalhadores terão prioridade absoluta de recebimento, inclusive sobre as restituições em dinheiro. Esse valor deve satisfazer às necessidades imediatas dos trabalhadores sem comprometer a eficiência dos ACCs.” (**Parecer nº 534...**, p. 44).

⁶⁷³ Nesse sentido, cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 315. No entanto, autor complementa: “[a]inda assim, havendo dinheiro em caixa e havendo despesas que devem ser adiantadas na forma do art. 150, estas deverão ser pagas, sob pena de eventual inviabilização do próprio prosseguimento da administração eficaz dos bens da massa.”

⁶⁷⁴ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 511. No mesmo sentido, entendendo se tratar de mera antecipação e não de “crédito trabalhista superprioritário”, cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários...**, p. 503; Sérgio Campinho, que justifica trata-se de antecipação porque, do contrário, haveria violação do sistema de pagamentos do art. 149 (**Falência...**, p. 422-423); e Sérgio Mourão Corrêa Lima, o qual complementa dizendo que o artigo deve ser interpretado sistematicamente porque tal raciocínio “(a) concilia os diversos dispositivos da Lei de Falências (arts. 149, 150, 151, 85, 84 e 83); (b) impede que a antecipação de pagamentos de créditos trabalhistas comprometa a implementação das restituições fundadas em direito real de propriedade (art. 85, *caput*); e (c) propicia que o pagamento das despesas extraconcursais, indispensáveis ao desenvolvimento do processo falimentar, anteceda o adiantamento aos credores trabalhistas.” (**Comentários...**, p. 1016).

qual disciplina que as restituições em dinheiro indicadas naquele dispositivo somente serão efetuadas após o pagamento dos valores previstos no art. 151. A despeito disso, a corrente doutrinária que advoga pela classificação dos créditos estritamente salariais como mera antecipação ressalta que a preferência dada pelo dispositivo em relação às restituições só existiria “‘se’ e ‘quando’ houver garantia da sobra de recursos para pagamento dos credores concursais, e na exata medida dessas sobras.”⁶⁷⁵

Ademais, o entendimento pontificado por essa corrente não resta incólume de outras críticas. Em primeiro lugar, se for necessário aguardar pela certeza de que a massa possui bens suficientes para pagar as restituições em dinheiro e os credores extraconcursais, a norma do art. 151 perde completamente sua eficácia, haja vista que ainda será necessário pelo menos arrecadar os bens da massa para que se possa cogitar da possibilidade de haver recursos suficientes, o que pode consumir tempo e tornar mais alarmante a situação dos trabalhadores. Em segundo lugar, mesmo após a arrecadação dos bens, pode haver receio do administrador judicial em pagar imediatamente os créditos referidos no art. 151 e ser responsabilizado,⁶⁷⁶ nos termos do art. 32 da LRE,⁶⁷⁷ já que a avaliação dos bens pode ainda não ter sido feita e, mesmo que tenha sido, não garante a suficiência de recursos para pagamento dos demais credores, especialmente porque os bens da massa podem ser vendidos a valor menor do que o valor de avaliação.⁶⁷⁸ Por fim, além da incerteza quanto à suficiência de recursos para pagamento dos credores extraconcursais e das restituições em dinheiro, o número de credores extraconcursais e titulares de direito de restituição em dinheiro pode não ser conhecido no momento em que houver disponibilidade em caixa, além de poderem surgir no curso do processo falimentar, aumentando ainda mais a insegurança na realização dos pagamentos previstos no art. 151.

Diante desse cenário, parece-nos que as normas contidas nos art. 150 e 151 constituem mais um limitador do pretense benefício concedido pelo art. 67 ao financiador das empresas em recuperação judicial.

⁶⁷⁵ Cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 512.

⁶⁷⁶ Conforme propugna Fábio Ulhoa Coelho, “[s]e o administrador judicial puder calcular que os recursos da massa não serão suficientes para o atendimento da classe dos empregados e equiparados (porque os credores extraconcursais tendem a consumi-los todos, por exemplo), não deverá fazer a antecipação, sob pena de responder perante os beneficiários que restarem desatendidos.” (**Comentários...**, p. 503).

⁶⁷⁷ “Art. 32. O administrador judicial e os membros do Comitê responderão pelos prejuízos causados à massa falida, ao devedor ou aos credores por dolo ou culpa, devendo o dissidente em deliberação do Comitê consignar sua discordância em ata para eximir-se da responsabilidade.”

⁶⁷⁸ Art. 142, § 2º, LRE.

8.1.2 Reclassificação dos créditos preexistentes

A reclassificação dos créditos preexistentes, em teoria, constitui importante benefício a quem continua negociando com o devedor e ao sucesso de sua recuperação. Deve-se reconhecer que a colaboração dos credores que abrem crédito à empresa notoriamente em crise é decisiva, mesmo em caso de eventual convalidação em falência, pois eles assumem riscos consideráveis e sua iniciativa pode favorecer todos os credores.⁶⁷⁹

A solução do legislador pátrio ao reclassificar créditos preexistentes dos financiadores é, sem dúvida, louvável, porém tímida e limitada sob diversos aspectos.

Primeiramente, abrange somente os créditos quirografários sujeitos à recuperação, inibindo que o benefício seja expandido a outros credores, como aqueles com garantia real. Dois dispositivos da LRE poderiam conduzir à interpretação de que o credor com garantia real poderia se “beneficiar” da reclassificação ora comentada pelo que excedesse o valor do bem gravado. O art. 41, § 2º, prevê que, na assembleia geral, o credor votará com tal montante na classe dos credores quirografários. Por sua vez, o art. 83, inciso II, dispõe que, na falência, os créditos com garantia real serão satisfeitos até o limite do valor do bem gravado, sendo o excedente reclassificado como crédito quirografário, segundo disciplina o inciso VI, alínea “b”, do mesmo artigo. Porém, uma leitura mais atenta do parágrafo único do art. 67 revela que o dispositivo reclassifica somente “créditos quirografários sujeitos à recuperação judicial”. Ora, o cômputo do excedente do valor do bem gravado na classe dos quirografários ocorre somente para fins de votação, mantendo-se inalterada a natureza do crédito com garantia real. Da mesma forma, a reclassificação desse excedente na falência não tem qualquer impacto na natureza do crédito durante a recuperação judicial, que permanece como crédito com garantia real.

Em segundo lugar, os créditos quirografários são elevados somente à condição de crédito com privilégio geral, que na ordem de recebimentos dos créditos concursais está atrás dos créditos com privilégio especial, tributários, com garantia real, trabalhistas e os extraconcursais, isso sem falar das restituições em dinheiro e demais créditos tratados nas subseções anteriores. Nessas condições, dificilmente os credores se sentirão compelidos a

⁶⁷⁹ Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários...**, p. 261.

emprestar novos recursos devido à insuficiência do benefício que terão em caso de falência.⁶⁸⁰

Parte da doutrina⁶⁸¹ sugere que o legislador não quis que o parágrafo único do art. 67 fosse aplicado aos contratos de mútuo, pois não faz referência a eles como fez no *caput* do artigo em tela. Entretanto, temos que não há uma omissão do legislador neste parágrafo, mas sim um excesso ao mencionar “contratos de mútuo” no *caput* do art. 67. Isso porque o dinheiro entregue nos contratos de mútuo é considerado bem móvel, material e fungível, de maneira que entre os “fornecedores de bens” referidos no *caput* e parágrafo único do artigo incluem-se os fornecedores de dinheiro ou crédito.⁶⁸²

Por fim, a LRE estabelece que a reclassificação somente se dará na proporção dos novos financiamentos concedidos. Explica-se que esse limite tem como intuito evitar que o fornecimento de produtos e serviços de pequeno valor permita a reclassificação de créditos de grande monta, fato desproporcional que pode prejudicar os demais credores e terceiros.⁶⁸³

Ademais, conforme observa Eduardo Secchi Munhoz,⁶⁸⁴ não obstante o estímulo que o artigo 67 procura dar à continuidade da atividade da empresa em crise, deve-se atentar para possíveis abusos ou fraudes realizados por meio da assunção de novas obrigações com o simples intuito de modificar a ordem de recebimento de alguns credores. Por outro lado, prossegue, seria questionável se o devedor outorgasse em garantia a uma obrigação assumida após o pedido de recuperação os recebíveis de suas operações, haja vista a potencial lesão aos demais credores, a despeito de tal operação não estar expressamente prevista no art. 66 da LRE, que sujeita a alienação de bens do ativo permanente à aprovação do juiz, ouvido o comitê de credores, se houver. Abordaremos essa questão mais à frente.

A proposta de reclassificação de créditos anteriores não restou incólume na doutrina. Maria Carapeto,⁶⁸⁵ analisando o contexto norte-americano do *DIP financing*, afirma que, quando titulares de créditos preexistentes exigem a reclassificação destes, com

⁶⁸⁰ Nessa esteira, defendendo uma reclassificação de maior prioridade dos créditos preexistentes, cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Comentários...**, p. 318.

⁶⁸¹ Cf. MANGE, Renato Luiz de Macedo. **Classificação...**, p. 119.

⁶⁸² A mesma orientação é seguida por Humberto Lucena Pereira da Fonseca, ao afirmar que a referência feita aos créditos “relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo” seria dispensável, pois a redação do artigo não os exclui, tratando-se de menção meramente educativa e sinalizadora dos objetivos da norma (**Comentários...**, p. 453).

⁶⁸³ Cf. FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. **Comentários...**, p. 456.

⁶⁸⁴ **Comentários...**, p. 317.

⁶⁸⁵ **Debtor-in-possession...**, p. 7.

elevação de prioridade, isso pode indicar falta de confiança daquele credor, geralmente mais bem informado sobre o devedor do que um terceiro. Entretanto, no âmbito da legislação brasileira, como a reclassificação é objeto de dispositivo de lei, a conclusão não se aplica, já que a solução é estendida a todos aqueles que continuam fornecendo produtos e serviços ao devedor.

8.1.3 Incentivos à captação de financiamentos no plano de recuperação judicial

Ainda que se considerem insuficientes os benefícios contidos na LRE para fomentar o financiamento das empresas em crise, há uma alternativa para que outros benefícios sejam concedidos sem a necessidade de alteração legislativa.

Em adição às previsões legais, o plano de recuperação judicial poderá prever tratamento diferenciado para os credores que continuarem fornecendo ao devedor produtos ou serviços, inclusive o crédito, desde que não haja prejuízo injustificado aos demais credores e à consecução dos objetivos da recuperação.⁶⁸⁶

Fábio Ulhoa Coelho denomina “credor colaborativo” aquele que continua negociando e abrindo crédito ao devedor em recuperação judicial, seja por vendas a prazo ou fornecimento de capital de giro. Como esse credor assume um risco maior em benefício da recuperação da empresa e, por conseguinte, da coletividade de credores, tem ele uma situação econômica e jurídica diferente, o que justifica as disposições do plano de recuperação que contenham tratamento mais benéfico ao credor colaborativo, incorporando o princípio contido no art. 67 da LRE (informação verbal).⁶⁸⁷

Todavia, a solução não é simples e, aparentemente, esbarra no tradicional princípio da igualdade de tratamento dos credores (*par condicio creditorum*), com o qual merece o devido cotejo.

⁶⁸⁶ Exemplo prático dessa diferenciação de tratamento ocorreu no plano de recuperação da Infinity Bio-Energy Brasil Participações S/A, cujo processo tramitou perante a 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo. Na ocasião, foi aprovado um financiamento de R\$ 20 milhões mediante a outorga de determinadas garantias, conforme consta no Anexo 7 ao plano de recuperação aprovado em 16 de dezembro de 2009, financiamento esse que foi realizado por dois bancos credores (cf. BATISTA, Fabiana. Bancos concedem desconto e crédito à Infinity. **Valor Econômico**, São Paulo, 18 dez. 2009. Disponível em: <<http://www.valor.com.br>>. Acesso em: 13 maio 2010).

⁶⁸⁷ A expressão “credor colaborativo” e as considerações sobre o seu tratamento no plano de recuperação judicial foram objeto de palestras proferidas na cidade de São Paulo pelo Professor Fábio Ulhoa Coelho no Instituto Brasileiro de Estudos de Recuperação de Empresas – IBR, em 15 de setembro de 2011, e no IIIº Congresso TMA de Reestruturação e Recuperação de Empresas, em 27 de setembro de 2011.

8.1.3.1 Incentivos ao financiador versus tratamento uniforme de credores da mesma classe

O problema em debate foi enfrentado por Luiz Fernando Valente de Paiva,⁶⁸⁸ que destacou inexistir na LRE a exigência de tratamento paritário entre os credores, o que confere ao devedor maior flexibilidade na elaboração do plano de recuperação judicial para atender aos distintos interesses de cada um deles. Contudo, o jurista ressalta a ausência de parâmetros legais de segregação dos credores em classes ou subclasses para fins de pagamento, concluindo que deveria haver paridade entre créditos de mesma origem, natureza e perfil.

Em brilhante parecer, o Professor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo⁶⁸⁹ sustentou ser incabível tratar de maneira distinta, no plano de recuperação judicial, credores de debêntures subordinadas conversíveis em ações, de série única. Na oportunidade, o eminente Professor defendeu, entre outros aspectos, que o princípio da *par condicio creditorum* encontra-se atenuado na LRE, mas ainda existe e assume contornos diferentes, adequados ao sistema concursal em vigor. Observou que, em vista da rígida divisão legal dos credores em três classes, sem facultar a criação de subclasses, o tratamento diferenciado entre eles somente poderia acontecer quando compusessem classes distintas, de modo que, dentro da mesma classe, a diferenciação só seria admissível caso os credores prejudicados concordassem. Anotou, ainda, que o desatendimento do interesse comum dos credores, com prejuízo de um ou alguns deles, configuraria abuso de direito e, portanto, ato ilícito, nos termos do art. 187 do Código Civil.⁶⁹⁰

A conclusão do parecer foi, sem dúvida, acertada, mas pedimos vênias para discordar dos fundamentos apresentados, em que pese o esmero da argumentação tecida. A partir da elucidação a seguir, traçaremos um panorama que justifica o tratamento

⁶⁸⁸ Apresentação do plano de recuperação pelo devedor e a atuação dos credores. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXV, n. 83, set. 2005, p. 76.

⁶⁸⁹ Recuperação Judicial – Sociedades Anônimas – Debêntures – Assembléia geral de Credores – Liberdade de Associação – Boa-fé Objetiva – Abuso de Direito – Cram Down – Par Condicio Creditorum. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 142, abr./jun. 2006, p. 263-281.

⁶⁹⁰ “Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”

diferenciado entre credores de mesma classe, com enfoque no financiamento das empresas em crise.

Primeiramente, a divisão dos credores em classes na recuperação judicial, imposta pela LRE, ocorre para fins de composição da assembleia, não para fins de pagamento dos credores, diferentemente do que se dá na falência por força dos arts. 83, 126 e 149 da LRE.⁶⁹¹

Em segundo lugar, a divisão de classes só é aplicável, para fins de votação, nas deliberações sobre o plano de recuperação judicial e composição do comitê de credores. Nos demais casos, na recuperação judicial, prevalece a regra da maioria dos créditos presentes no conclave, considerados em seu valor e não em número de credores.⁶⁹² Em se tratando de deliberação sobre o plano, a LRE cria um sistema para evitar que determinado credor, isoladamente, determine as decisões da assembleia geral de credores (*hold up*), ao adotar o princípio da maioria de votos dentro de cada classe.⁶⁹³ Chega-se a conclusão semelhante ao se analisar as consequências da adoção do sistema dualista nas classes de credores referidas nos incisos II e III do art. 41 da LRE,⁶⁹⁴ pois mesmo dentro delas um único credor titular do maior crédito não poderá determinar, sozinho, a matéria sujeita a apreciação, que dependerá também da aprovação pela maioria dos credores da respectiva classe presentes na assembleia. Diante disso, a LRE oferece, como alternativa a um inflexível tratamento paritário dos credores de cada classe, um sistema de controle das deliberações tomadas, permitindo que os titulares de quantias menos expressivas possam rejeitar propostas que impliquem tratamento desigual em relação aos credores de montante mais significativo.

Entretanto, esse sistema não é infalível às múltiplas e imprevisíveis formas de abuso que podem surgir no caso concreto. Para evitá-las, a decisão judicial que homologa o plano de recuperação deve ser pautada não apenas por um controle de legalidade formal, mas também material, rechaçando, *v.g.*, deliberações fraudulentas e tomadas com abuso de

⁶⁹¹ Enquanto os já mencionados art. 83 e 149 tratam, respectivamente, da classificação dos créditos na falência e do pagamento dos credores, o art. 126 dita algumas balizas que devem ser observadas pelo juiz em determinadas situações, incluindo o tratamento igualitário dos credores: “[a]rt. 126. Nas relações patrimoniais não reguladas expressamente nesta Lei, o juiz decidirá o caso atendendo à unidade, à universalidade do concurso e à igualdade de tratamento dos credores, observado o disposto no art. 75 desta Lei.”

⁶⁹² Art. 42, LRE. O art. 46 da LRE traz outra hipótese de quorum especial de deliberação quando se tratar de forma alternativa de realização do ativo na falência, que depende da aprovação de dois terços dos créditos presentes à assembleia geral de credores.

⁶⁹³ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão...*, p. 39.

⁶⁹⁴ Respectivamente, (a) titulares de créditos com garantia real; e (b) titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinado.

direito.⁶⁹⁵ Referida análise deve partir da natureza privada do plano de recuperação, entendido como um negócio jurídico entre credores e devedor, tal como expusemos anteriormente.⁶⁹⁶ Baseada nessa premissa, a homologação do plano deve ser precedida da verificação dos requisitos de validade do negócio jurídico, previstos no art. 104 do Código Civil, quais sejam; (a) agente capaz; (b) objeto lícito, possível, determinado ou determinável; e (c) forma prescrita ou não defesa em lei.⁶⁹⁷ Em tese, o tratamento diferenciado entre os credores não configura ilicitude, desde que esteja em consonância com outro aspecto que norteia a celebração dos contratos privados, a saber, a função social, prevista no art. 421 do citado Diploma.⁶⁹⁸

No escólio de Sílvio de Salvo Venosa,⁶⁹⁹ o contrato é visto no Código Civil brasileiro como elemento de eficácia social, devendo ser cumprido em benefício da sociedade e não apenas em favor do credor, pois “qualquer obrigação descumprida representa uma moléstia social e não prejudica unicamente o credor ou contratante isolado, mas toda a comunidade.” A despeito de possuir regras específicas, ao plano de recuperação judicial aplicam-se os princípios e regras gerais dos contratos privados, pela própria natureza do instituto em apreço.

Partindo dessa premissa, difícil será vislumbrar outra situação em que a função social do contrato se faça mais presente do que nos planos de recuperação judicial, dado que a crise da empresa é um problema atinente à sociedade como um todo e as soluções para lidar com ela derivam do princípio da função social da propriedade que orienta a ordem econômica, tal como estampado na Carta Magna, conforme já discurremos em 3.1. Isso significa que o tratamento distinto entre credores de uma mesma classe na recuperação

⁶⁹⁵ Cf. LOBO, Jorge. **Comentários à Lei...**, p. 226-227.

⁶⁹⁶ Ver 4.2 *retro*.

⁶⁹⁷ Na mesma direção seguiu recentemente o STJ, ao analisar a possibilidade de o Poder Judiciário declarar a nulidade de determinada cláusula do plano de recuperação judicial que representava condição puramente potestativa. Na oportunidade, a Relatora, Min. Nancy Andrighi, asseverou que “[a] obrigação de respeitar o conteúdo da manifestação de vontade, no entanto, não implica impossibilitar ao juízo que promova um controle quanto à licitude das providências decididas em assembleia. Qualquer negócio jurídico, mesmo no âmbito privado, representa uma manifestação soberana de vontade, mas que somente é válida se, nos termos do art. 104 do CC/02, provier de agente capaz, mediante a utilização de forma prescrita ou não defesa em lei, e se contiver objeto lícito, possível, determinado ou determinável. Na ausência desses elementos (dos quais decorre, com adição de outros, as causas de nulidade previstas nos arts. 166 e seguintes do CC/02, bem como de anulabilidade dos arts. 171 e seguintes do mesmo diploma legal), o negócio jurídico é inválido. A decretação de invalidade de um negócio jurídico em geral não implica interferência, pelo Estado, na livre manifestação de vontade das partes. Implica, em vez disso, controle estatal justamente sobre a liberdade dessa manifestação, ou sobre a licitude de seu conteúdo.” (STJ. REsp 1.314.209/SP. 3ª Turma. Relatora: Min. Nancy Andrighi. j. 22 maio 2012. DJe 01 jun. 2012).

⁶⁹⁸ “Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.”

⁶⁹⁹ **Direito Civil:** Teoria Geral das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 363.

judicial será legítimo quando estipulado em prol do soerguimento da empresa, revertendo em favor da coletividade.

Por seu turno, aduz Fábio Ulhoa Coelho que é próprio da lei criar distinções, mas não é possível estabelecer tratamentos diferenciados sem justificativa. Além disso, também sustenta que, na falência, o tratamento igualitário se dá dentro de cada classe de credores, mas na recuperação judicial a LRE silencia sobre a classificação dos credores para fins de pagamento. Isso se explicaria pelo objetivo da lei de criar um ambiente de negociação na recuperação judicial que permita a classificação dos credores conforme as peculiaridades da empresa, desde que haja uma justificativa plausível para a classificação adotada (informação verbal).⁷⁰⁰⁻⁷⁰¹

Em princípio, a injeção de recursos com o intuito de favorecer a recuperação da empresa por si só justificaria o tratamento diferenciado aos respectivos credores, pelo risco que assumem, excluídos evidentemente os casos de fraude ou de operações que não contribuam para a superação da crise, servindo apenas aos interesses do respectivo credor e não da empresa.

Outras circunstâncias também fundamentam o tratamento diferenciado entre credores, em especial quando eles possuem interesses distintos e, por vezes, conflitantes. Não raro, na classe dos quirografários, os credores operacionais, tais como fornecedores de produtos ou serviços, possuem um particular interesse na recuperação do devedor, pois a quebra deste trará àqueles consequências negativas que podem conduzi-los à crise também.

⁷⁰⁰ Conforme palestras proferidas na cidade de São Paulo no Instituto Brasileiro de Estudos de Recuperação de Empresas – IBR, em 15 de setembro de 2011, e no IIIº Congresso TMA de Reestruturação e Recuperação de Empresas, em 27 de setembro de 2011. Para o Professor Fábio Ulhoa Coelho, não seriam justificáveis, por não observarem o princípio da isonomia, disposições contidas no plano prevendo o pagamento prioritário de credores localizados na comarca onde está a sede do devedor, de credores mais velhos ou de credores conforme o respectivo *market share*.

⁷⁰¹ A Exposição de Motivos do Projeto de Lei que originou a lei concursal argentina (*Ley n. 24.522/95*), que flexibiliza a classificação dos credores segundo critérios de razoabilidade, bem explica os contornos que assume o princípio da *par condicio creditorum*: “... *la pars conditio [sic] creditorum es un concepto genérico..., una situación ideal que debe limitarse en cuanto a su aplicación efectiva, toda vez que en la realidad del desenvolvimiento dinámico, económico y financiero de la empresa, dicha igualdad en el fondo del crédito sufre distorsiones en el aspecto funcional, ya que no gravitan del mismo modo en la posibilidad de una solución, proveedores, acreedores financieros, trabajadores o acreedores de pequeño o gran monto, que representan especies diferenciadas que justifican, en cierta forma, la posibilidad de un tratamiento también diferenciado en el acuerdo que el deudor ofrezca para superar la crisis...*” (cf. HEREDIA, Pablo D. Apuntes sobre la categorización de acreedores en el concurso preventivo. **Ensayos de derecho empresario**, Córdoba, 1. ed. 2006, p. 220). Tradução nossa: “... a *par condicio creditorum* é um conceito genérico..., uma situação ideal que deve limitar-se em sua aplicação efetiva, toda vez que na realidade do desenvolvimento dinâmico, econômico e financeiro da empresa, tal igualdade na essência do crédito sofre distorções em seu aspecto funcional, já que não gravitam do mesmo modo, sobre a possibilidade de uma solução, fornecedores, credores financeiros, trabalhadores ou credores de pequena ou elevada quantia, que representam espécies diferenciadas que justificam, de certa forma, a possibilidade de um tratamento também diferenciado no acordo oferecido pelo devedor para superar a crise...”.

Por outro lado, credores quirografários cuja sobrevivência não depende da superação da crise da recuperanda, a exemplo das instituições financeiras, poderão preferir a falência, haja vista a vantagem fiscal obtida pelo lançamento da perda desse crédito como despesa dedutível de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Outros credores optarão por evitar movimentos de concentração empresarial gerados pela quebra de participantes destacados no mercado.⁷⁰² Marcelo Guedes Nunes e Marco Aurélio Freire Barreto⁷⁰³ arrolam alguns critérios que podem ser previstos no plano de recuperação judicial para tratar de maneira distinta os credores, tais como valor dos seus créditos, dispersão geográfica e numérica, *status* de credor operacional e financeiro, dependência operacional, dentre outros.

Mais um argumento em favor do tratamento diferenciado ao chamado credor colaborativo está na própria LRE, ao tratar, em seu art. 67, parágrafo único, da reclassificação de créditos preexistentes dos credores que continuam fornecendo à empresa durante a recuperação judicial. Ora, se a própria LRE estabelece tratamento diferenciado para esses credores é porque reconhece a importância do dinheiro novo, de modo que o dispositivo em tela legitima as cláusulas do plano de recuperação que estipulam benefícios a tais credores em relação aos demais, ainda que de mesma classe.

O tratamento diferenciado do credor colaborativo em relação aos demais credores da mesma classe já foi apreciado pelo TJSP, que chancelou a legalidade de plano de recuperação que assegurava privilégio a determinados credores sujeitos à recuperação, mas que continuaram fornecendo crédito ao devedor. A diferenciação foi justificada pelo cotejo entre o princípio da igualdade de tratamento dos credores e o princípio da preservação da empresa, que é superior, levando o intérprete da norma a “a examinar cada situação concreta em conformidade com as suas vicissitudes sociais e econômicas”.⁷⁰⁴

⁷⁰² Cf. NUNES, Marcelo Guedes; BARRETO, Marco Aurélio Freire. Alguns Apontamentos sobre Comunhão de Credores e Viabilidade Econômica. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 327-328.

⁷⁰³ **Alguns Apontamentos...**, p. 327. A título de exemplo, prosseguem os autores: “[s]eria um erro grave se o plano de recuperação não considerasse a necessidade de tratar seus credores sem separá-los por grupos de interesse. Por exemplo, o plano de pagamento entre um credor que precisa receber R\$ 100,00 pode ser diferente de outro que deve receber R\$ 100 milhões. Ou determinado fornecedor operacional, do qual depende a atividade da empresa, pode vir a receber tratamento diferente de um credor financeiro, que não representa para a empresa uma fonte vital de recursos. Ou ainda a empresa prefira resolver inicialmente o crédito de um grande número de credores que representam uma parcela pequena do valor total da dívida.”

⁷⁰⁴ Assim: “[a]grave de Instrumento - Recuperação Judicial - Homologação do Plano de Recuperação - Tratamento diferenciado entre credores da mesma classe - Possibilidade no caso concreto. A princípio, não há, em tese, vedação de tratamento diferenciado aos credores que se sujeitem a continuar dando crédito ao devedor numa fase crítica como a que incorre a empresa sob o regime da recuperação judicial.

Em outro julgado semelhante,⁷⁰⁵ o Desembargador do TJSP, Romeu Ricupero, asseverou que a LRE, diferentemente do Decreto-lei n. 7.661/45, não consagrou o princípio da *par condicio creditorum* na recuperação judicial, exceto pelo disposto no art. 58, § 2º, que prevê a aprovação do plano pelo juiz (*cram down*), atendidos certos requisitos. Ao contrário, a LRE possibilita diversos meios de recuperação judicial, desde que observado o disposto na legislação pertinente, o que viabilizaria o tratamento diferenciado aos credores de uma mesma classe.⁷⁰⁶

Por derradeiro, vale salientar que o tratamento diferenciado entre credores de mesma classe é prática comum nas recuperações judiciais no Brasil, de modo que vedá-la em absoluto implicaria anulação de boa parte dos planos que vêm sendo apresentados, aprovados e homologados, enrijecendo a maleabilidade imprescindível ao plano de recuperação e diminuindo as ainda reduzidas taxas de recuperação de crédito no Brasil.⁷⁰⁷

8.1.3.2 Problemas e limitações do tratamento dispensado aos financiadores no plano de recuperação judicial

Dentre os benefícios específicos que vêm sendo previstos nos planos de recuperação aos financiadores estão a diminuição do percentual de deságio incidente sobre os valores dos créditos preexistentes (denominado *haircut*), diminuição do prazo de pagamento, aumento dos juros incidentes, redução do prazo de carência para início do pagamento e possibilidade de substituição do direito real de garantia por alienação fiduciária do bem gravado.⁷⁰⁸

Entretanto, nota-se que, a depender do tratamento dispensado ao credor colaborativo no plano de recuperação judicial, diversos problemas podem surgir.

Agravo desprovido.” (TJSP. AI 0044278-43.2010.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Lino Machado. j. 01 mar. 2011. DJ 16 mar. 2011).

⁷⁰⁵ TJSP. AI 990.10.031858-6. CRFRJ. Relator: Des. Lino Machado. j. 10 ago. 2010. DJ 23 ago. 2010. No mesmo sentido, TJSP. AI 0372448-49.2010.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 01 fev. 2011. DJ 09 fev. 2011.

⁷⁰⁶ Nos Estados Unidos, o plano de recuperação pode conferir tratamento diferenciado entre várias classes de credores desde que todas o tenham aprovado. Contudo, dentro de uma determinada classe, os credores dissidentes devem receber na recuperação pelo menos o valor que receberiam se a empresa fosse liquidada (*U.S. Code, Title 11, § 1129(a)7(A)(ii)*).

⁷⁰⁷ Acerca das taxas de recuperação de crédito em processos concursais no Brasil, vide relatórios *Doing Business* do Banco Mundial, mencionados em 4.1 acima.

⁷⁰⁸ Para alguns desses benefícios, vide plano de recuperação judicial do Grupo Frialto, apresentado ao Juízo da 2ª Vara Cível da Comarca de Sinop/MT, datado de 28 de julho de 2010.

Uma primeira questão diz respeito à escolha do credor que será beneficiado, quando muitos deles decidem conceder novos financiamentos e se valer dos benefícios contidos no plano. O montante total oferecido pode ser superior às necessidades de caixa e investimentos previstos, de modo que contratar com todos os credores dispostos significaria aumentar o endividamento da empresa sem a devida contrapartida. Portanto, algum critério objetivo e que beneficie o processo de recuperação judicial deve ser adotado para permitir a escolha dos credores, como, por exemplo, optar por aqueles que possuem créditos menos expressivos, cujo impacto no balanço seja moderado, ou que sejam fornecedores essenciais.

Nessa mesma situação de diversos credores colaborativos, é importante que o critério para pagamento do crédito anterior não fique sujeito a valores fixos, como antecipação de pagamento de determinado percentual do crédito preexistente, pois o devedor pode não gerar recursos suficientes para pagar todos eles. Assim, convém que o pagamento dos créditos preexistentes dos financiadores seja limitado à receita operacional de determinado exercício.⁷⁰⁹

Outras opções de tratamento não nos parecem lícitas e podem dar margem a fraudes e benefícios indevidos a determinados credores. Dessa forma, devem ser rechaçadas cláusulas que vinculem o tratamento diferenciado do financiador à capacidade de geração de caixa e às condições de mercado, *segundo termos a serem ajustados contratualmente*.⁷¹⁰ Esta última expressão dá margem para que determinado crédito preexistente seja pago em condições melhores do que outro crédito em igual situação, cujo credor também tenha concedido novos financiamentos. Por isso, o tratamento a ser dispensado aos financiadores deve estar detalhado no plano de recuperação e ser aplicável a todos eles de maneira isonômica.

A solução de conferir tratamento diferenciado no plano de recuperação aos credores colaborativos, embora seja plenamente viável, é por si incompleta, já que não é capaz de proporcionar qualquer estímulo para que os credores preexistentes financiem a

⁷⁰⁹ Nesse sentido, o plano de recuperação judicial do Grupo Naoum, apresentado ao Juízo da 4ª Vara Cível da Comarca de Anápolis/GO, datado de 27 de janeiro de 2009, dispensou tratamento diferenciado aos então denominados “credores parceiros”, que consistiriam em credores quirografários ou com garantia real que estivessem dispostos a substituir suas respectivas garantias pignoratícias por produtos de safras vindouras ou disponibilizassem novas linhas de crédito às recuperandas, desde que tais linhas fossem efetivamente utilizadas. Esses credores seriam agrupados em subclasses dentro das respectivas classes e seu crédito preexistente seria amortizado com 70% do excedente da projeção do fluxo de caixa operacional das recuperandas.

⁷¹⁰ A título de exemplo, vide cláusula 5.4 do plano de recuperação judicial do Grupo Alta Paulista, apresentado ao Juízo da Única Vara Cível de Junqueirópolis/SP em 06 de junho de 2011.

empresa até a aprovação do plano, período em que as necessidades de caixa são prementes. Mesmo que haja uma expectativa de que o credor que concedeu novos financiamentos durante esse período venha a receber tratamento diferenciado, ainda é necessário que o plano seja aprovado pelos credores, aumentando a incerteza do benefício. Nesse sentido, é possível que o devedor tenha que realizar pagamentos urgentes, como salários atrasados e fornecedores essenciais que condicionam o fornecimento de novas mercadorias ou serviços ao pagamento antecipado de seus créditos concursais.⁷¹¹ Pode-se entender, para justificar essa prática, que a LRE não veda o pagamento de obrigações anteriores, mas sim o favorecimento injustificado de alguns credores em detrimento de outros, sem qualquer benefício à recuperação da empresa.⁷¹² De todo modo, o risco de questionamento poderia ser mitigado pela ratificação desses pagamentos antecipados no plano de recuperação.

Soma-se a isso o fato de que as disposições contidas no plano de recuperação judicial somente dizem respeito a credores preexistentes, cujos créditos estão sujeitos à recuperação ou, caso não estejam, os respectivos credores tenham porventura aderido voluntariamente ao plano. Portanto, os benefícios conferidos ao credor colaborativo não se

⁷¹¹ Nos Estados Unidos, especialmente nos primeiros estágios de um processo recuperacional, o juiz pode autorizar o pagamento de determinados créditos preexistentes para preservar o potencial de recuperação da empresa, incluindo não apenas os chamados fornecedores essenciais, mas também outros pagamentos, como salários de empregados-chave (cf. BOHM, Jeff. *The Legal Justification for the Proper Use of Cross-Collateralization Clauses in Chapter 11 Bankruptcy Cases*. **59 Am. Bankr. L.J.**, 1985, p. 299). Essa prática, por vezes referendada pelas cortes norte-americanas a partir da “doutrina da necessidade”, vem sendo rechaçada em determinados tribunais daquele país. No início, quatro argumentos foram utilizados pelas cortes para justificar ordens favoráveis ao pagamento antecipado de fornecedores essenciais. O primeiro deles consiste no poder conferido pela lei ao juiz no sentido de autorizar qualquer ordem, processo ou julgamento necessário ou apropriado para realizar os objetivos do *Bankruptcy Code*. Os outros três relacionam essa ideia com outras disposições daquele diploma legal: a possibilidade de utilizar os ativos do devedor fora do curso normal dos negócios, quando devidamente justificado; o direito do devedor de obter crédito, pois, se o devedor necessita de crédito para manter suas atividades e a lei autoriza essa possibilidade, ele possivelmente também precisa oferecer alguma vantagem aos seus fornecedores para atingir os mesmos objetivos; e a designação do devedor como um fiduciário comandando o negócio em benefício dos credores, de modo que uma autorização judicial que favoreça fornecedores essenciais estaria em consonância com esse dever, o que aconteceria quando (a) o negócio com o fornecedor é virtualmente indispensável para a lucratividade das operações ou a preservação dos ativos; (b) a perda do fornecedor apresenta um risco provável de dano ou elimina vantagens econômicas desproporcionais em relação às exigências do fornecedor; e (c) não há alternativa para manter a relação entre devedor e fornecedor. Não obstante, no caso *Capital Factors, Inc. v. Kmart Corp.*, a corte de apelação revogou uma ordem concedida em favor do pagamento antecipado dos fornecedores essenciais por entender que inexistia previsão legal expressa que a autorizasse e que as disposições existentes não justificariam tal autorização (Cf. BUCKI, Craig R. *Survey...*, p. 378-383).

⁷¹² Art. 172, LRE. Em sentido contrário, Arthur Migliari Junior, discorrendo sobre os crimes previstos na LRE, entende que “[q]uando ocorrer a quebra ou a recuperação devem todos os credores do devedor dirigir-se à vala comum dos credores, por meio de habilitações de seus créditos, provando essas qualificações. Se há uma antecipação de pagamento ou oneração, há uma quebra do princípio de igualdade entre os credores, considerado como o princípio da *pars conditio creditorum [sic]*.” (Crimes de recuperação de empresas na lei nº 11.101/2005. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 263).

prestam a atrair, ao menos diretamente, novos financiadores, mas apenas novos financiamentos de credores preexistentes.

8.1.4 O papel do administrador judicial e do comitê de credores no financiamento das empresas em recuperação judicial

O administrador judicial é auxiliar eventual da Justiça,⁷¹³ sujeito à autoridade do juiz e à fiscalização do comitê de credores. Na recuperação judicial, tem a incumbência primordial de fiscalizar o andamento das atividades do devedor e verificar o cumprimento do plano. Não possuirá o administrador judicial ingerência nos negócios, mas deles deverá conhecer e reportar suas constatações mediante apresentação de relatório mensal.⁷¹⁴

Havendo o afastamento do devedor por alguma das hipóteses do art. 64 da LRE, caberá ao administrador judicial conduzir os negócios até que seja nomeado um gestor judicial que assumirá as atividades do devedor.⁷¹⁵ Entretanto, por força do já referido art. 27, inciso II, alínea “c”, da LRE, a alienação de bens do “ativo permanente”, a outorga de

⁷¹³ Cf. DINAMARCO, Cândido Rangel. **Instituições de Direito Processual Civil**. 6. ed. São Paulo: Malheiros, 2009, Vol. I, p. 686.

⁷¹⁴ Cf. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. In: _____.; ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 109-110. No Canadá, o administrador judicial deve elaborar um relatório sobre o fluxo de caixa projetado pelo devedor. Caso o administrador não aja de boa-fé ou com razoável cuidado ao analisar o fluxo de caixa relatado pelo devedor, ele poderá ser responsabilizado pelos interessados, em especial os credores. Além disso, deve reportar qualquer mudança adversa no fluxo de caixa projetado ou na situação financeira do devedor, bem como outros problemas ou circunstâncias que o juiz determinar (cf. LOPUCKI, Lynn M.; TRIANTIS, George G. **A Systems Approach...**, p. 309).

Em França, as funções do administrador judicial podem consistir, além da supervisão das atividades do devedor ou da eventual condução dos negócios quando do afastamento dos administradores, na assistência em todos os atos de gestão ou em alguns deles, o que se dá com frequência pela aposição de sua assinatura juntamente com a dos dirigentes da empresa, embora tal intervenção na gestão corrente não seja condição de validade do ato, mas apenas um compromisso de responsabilidade do administrador judicial para garantir que a obrigação será cumprida no vencimento (cf. JACQUEMONT, André. **Droit...**, p. 132/137).

⁷¹⁵ Art. 65, *caput* e § 1º, LRE. O dispositivo em comento possui aparente contradição com o parágrafo único do art. 64, segundo o qual o afastamento do *administrador* ensejará a eleição de outro na forma prevista nos atos constitutivos do devedor ou no plano de recuperação judicial. Considerando que o *caput* do art. 64 se refere ao “devedor ou seus administradores”, poder-se-ia concluir que o art. 65 seria aplicável à recuperação do empresário individual, ao passo que o parágrafo único do art. 64 seria aplicável à sociedade empresária ou à recém-criada empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI), dado que esta é regida, no que couber, pelas normas da sociedade limitada (art. 980-A, § 6º, Código Civil), inclusive quanto à eleição de administradores. Entretanto, considerando que, muitas vezes, o administrador da sociedade empresária (e mais provavelmente da EIRELI) é o próprio controlador, não teria sentido substituí-lo por pessoa indicada por ele, devendo-se aplicar, nesses casos, o art. 65, a despeito da redação legal.

garantias e os atos de endividamento necessários à continuação da atividade até a aprovação do plano dependerão de autorização do juiz, mediante pedido do comitê de credores, em que pesem as críticas tecidas a essa disposição, já aludidas.⁷¹⁶ Assim, *de lege lata*, instalado este órgão, será dele a iniciativa para a contratação de novos empréstimos. Do contrário, caberá ao administrador judicial requerer ao juiz a autorização para realizar atos de endividamento, pois àquele são transferidas as atribuições do comitê, quando não instalado.⁷¹⁷

Ressalte-se também que a atividade fiscalizadora do comitê de credores, ao lado do administrador judicial, reforça a proteção contra o mau uso dos recursos captados, embora o destino que a eles é dado compete, a princípio, ao devedor. Contudo, a LRE não cria incentivos à constituição do comitê de credores, cujos membros não serão remunerados pela recuperanda, que somente ressarcirá as despesas para a realização de ato previsto na LRE, se devidamente comprovadas e com a autorização do juiz, observadas as disponibilidades de caixa.⁷¹⁸ Fora isso, além das obrigações atribuídas pela LRE ao comitê de credores, como apresentação e relatórios mensais e pareceres sobre reclamações de interessados, seus membros responderão pelos prejuízos causados à massa falida, ao devedor ou aos credores por dolo ou culpa, salvo se a discordância quanto ao ato doloso ou culposo for consignada em ata.⁷¹⁹

A mesma função fiscalizadora deve ser exercida pelo Ministério Público, como *custos legis*, nos termos da lei processual,⁷²⁰ lembrando-se que, conforme observa Trajano de Miranda Valverde,⁷²¹ a despeito do predomínio do interesse privado no processo concursal, é manifesto seu reflexo na ordem econômico-social, devendo o Poder Público atuar para mitigar sua recorrência, coibir abusos e proteger o crédito.

8.1.5 Incentivos legais indiretos ao financiamento das empresas em recuperação judicial

⁷¹⁶ Ver 6.2 *supra*.

⁷¹⁷ Art. 28, LRE.

⁷¹⁸ Art. 29, LRE.

⁷¹⁹ Art. 32, LRE.

⁷²⁰ Arts. 82 e 83 do Código de Processo Civil. Vale notar que a LRE prevê expressamente, em seu art. 189, a aplicação subsidiária do Código de Processo Civil e, portanto, não fica obstada a atuação do *parquet* como fiscal da lei sempre que houver embasamento para tanto.

⁷²¹ **Comentários à Lei de Falências**. Revisores: A. Penalva Santos e Paulo Penalva Santos. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999, 1 v., p. 415.

Além dos estímulos diretos à continuidade do fornecimento de produtos e serviços, inclusive crédito, ao devedor em recuperação judicial, o microsistema concursal brasileiro contém outras previsões que, de certa forma, favorecem essa prática.

Em primeiro lugar, é importante destacar a atividade fiscalizadora do administrador judicial e a possibilidade de constituição do comitê de credores, anteriormente abordados, que tenderiam a aumentar a transparência do processo.

Além disso, já mencionamos a suspensão das ações e execuções contra o devedor, por cento e oitenta dias, contados do deferimento do processamento da recuperação,⁷²² o que evita uma corrida de credores em busca de ativos da empresa. Durante esse período, salvo algumas exceções, o devedor não mais paga o principal e os juros dos empréstimos existentes. Respeitável doutrina admite a possibilidade de dilação desse prazo por parte do juiz, desde que essencial à continuidade da empresa e por prazo limitado.⁷²³

Outrossim, nesse período não é possível vender ou retirar do estabelecimento do devedor os bens de capital essenciais à sua atividade que porventura estejam alienados fiduciariamente, arrendados, que sejam objeto de contrato de compra e venda com cláusula de irrevogabilidade e irretratabilidade, ou sejam objeto de contrato com cláusula de reserva de domínio.⁷²⁴ Portanto, ao menos nesse estágio inicial, a preservação das atividades da empresa é facilitada, de modo que ela pode, com os devidos incentivos, produzir e gerar recursos para pagar os créditos contraídos após o deferimento do processamento da recuperação.

A exceção está no art. 199, §§ 1º e 2º, que dispõem sobre a não submissão a esse período de cento e oitenta dias das aeronaves ou de suas partes, objeto de contratos de locação, arrendamento mercantil ou de qualquer outra modalidade de arrendamento. Apesar disso, foi aprovado no Congresso Nacional o Decreto Legislativo n. 135, de 26 de maio de 2011, pelo qual o Brasil confirma os textos da Convenção sobre Garantias Internacionais Incidentes sobre Equipamentos Móveis e do Protocolo à Convenção Relativo a Questões Específicas ao Equipamento Aeronáutico, ambos concluídos na Cidade do Cabo em 16 de novembro de 2001. Segundo o Artigo XI, números 2 e 7 do Protocolo, tais como aprovados, o devedor em situação de insolvência somente seria obrigado a transferir a posse do bem aeronáutico ao credor no primeiro dos seguintes

⁷²² Art. 6º, § 4º, LRE.

⁷²³ Cf. WALD, Arnaldo; WAISBERG, Ivo. **Comentários...**, p. 343. No mesmo sentido, embora sem limitar o prazo de suspensão, STJ. CC 79.170/SP. 1ª Seção. Relator: Min. Castro Meira. j. 10 set. 2008. DJe 19 set. 2008.

⁷²⁴ Art. 49, § 3º, LRE. Para mais comentários sobre este dispositivo, ver 11.1.5.2.

eventos: (a) término do “período de espera” declarado pelo Estado Contratante, que no caso do Brasil é de trinta dias; ou (b) data em que o credor faria jus à posse do equipamento aeronáutico se essa disposição não fosse aplicável. O devedor poderá manter a posse do bem se até o final do período de espera tiver sanado as obrigações em mora e tiver assumido o compromisso de cumprir todas as obrigações futuras nos termos do contrato. A Convenção e o Protocolo dependem de Decreto Executivo para entrar em vigor e, assim que isto ocorrer, entendemos que as disposições do art. 199 da LRE estarão revogadas, pois a Convenção e o Protocolo ingressarão no ordenamento pátrio com força de lei ordinária e prevalecerão sobre o referido artigo pelo critério cronológico.⁷²⁵

8.1.6 Formas de pagamento do financiamento

O financiamento concedido às empresas em crise pode ser pago de diversas formas, a depender das negociações entabuladas e do perfil do financiador. Bancos normalmente são pagos em dinheiro, enquanto fundos de investimento podem optar pela conversão da dívida em participação no capital da empresa. Já os fornecedores que vendem a crédito certamente demandarão receber em dinheiro, muitas vezes sendo desinteressante receber de volta as mercadorias vendidas. Por sua vez, os clientes que pagaram adiantado pelas mercadorias adquiridas ou financiaram a produção da empresa provavelmente desejam receber o bem adquirido, cuja venda a terceiros pode já estar acordada.

⁷²⁵ Nesse sentido: “[...] PARIDADE NORMATIVA ENTRE ATOS INTERNACIONAIS E NORMAS INFRACONSTITUCIONAIS DE DIREITO INTERNO. - Os tratados ou convenções internacionais, uma vez regularmente incorporados ao direito interno, situam-se, no sistema jurídico brasileiro, nos mesmos planos de validade, de eficácia e de autoridade em que se posicionam as leis ordinárias, havendo, em consequência, entre estas e os atos de direito internacional público, mera relação de paridade normativa. Precedentes. No sistema jurídico brasileiro, os atos internacionais não dispõem de primazia hierárquica sobre as normas de direito interno. A eventual precedência dos tratados ou convenções internacionais sobre as regras infraconstitucionais de direito interno somente se justificará quando a situação de antinomia com o ordenamento doméstico impuser, para a solução do conflito, a aplicação alternativa do critério cronológico (‘lex posterior derogat priori’) ou, quando cabível, do critério da especialidade. Precedentes. [...]” (STF. ADI 1.480 MC/DF. Pleno. Relator: Min. Celso de Mello. j. 04 set. 1997. DJ 18 maio 2001). A exceção está nos tratados e convenções internacionais que versem sobre direitos humanos, os quais equivalem a emendas constitucionais por força do art. 5º, § 3º, da Constituição Federal, introduzido em 2005 pela Emenda Constitucional n. 45.

8.2 *O financiamento das microempresas e empresas de pequeno porte na recuperação judicial especial*

A LRE prevê um procedimento de recuperação judicial especial para as MEs e EPPs, embora a elas possam se aplicar as regras da recuperação judicial ordinária. O objetivo do procedimento especial é conferir a essas empresas tratamento menos oneroso e mais simplificado, de acordo com a previsão do art. 970 do Código Civil.⁷²⁶ Alguns doutrinadores ressaltam que empresas de menor porte apresentam situação especial principalmente no início de seu ciclo de vida, em que as incertezas são bem maiores.⁷²⁷ Por outro lado, alguns trabalhos sugerem que empresas menores têm menos probabilidade de recorrer a processos concursais devido aos custos relativamente altos e a uma maior confiança em um número reduzido de credores, aumentando as chances de acordos extrajudiciais.⁷²⁸

A Lei Complementar n. 123/06 considera ME ou EPP a sociedade empresária, a sociedade simples, a EIRELI e o empresário a que se refere o art. 966 do Código Civil, devidamente registrados, desde que, no caso da ME, aufera receita bruta anual igual ou inferior a R\$ 360 mil, e, no caso da EPP, possua receita bruta anual superior a R\$ 360 mil e igual ou inferior a R\$ 3,6 milhões.⁷²⁹

Os incisos do art. 71 da LRE contêm as principais características do tratamento dispensado às MEs e EPPs em crise no Brasil. Deverão elas apresentar um plano especial abrangendo exclusivamente os créditos quirografários, excetuados os decorrentes de repasse de recursos oficiais e os previstos nos §§ 3º e 4º do art. 49. Os créditos abrangidos serão pagos em até trinta e seis parcelas mensais, iguais e sucessivas, corrigidas monetariamente e acrescidas de juros de doze por cento ao ano, cuja primeira parcela vencerá em até cento e oitenta dias, contados da distribuição do pedido. Além disso, o plano especial “estabelecerá a necessidade de autorização do juiz, após ouvido o administrador judicial e o comitê de credores, para o devedor aumentar despesas ou

⁷²⁶ Cf. FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Falência**..., p. 251.

⁷²⁷ Conforme anotam Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen, as empresas cujo futuro é mais incerto são as pequenas empresas recém-criadas, que contam apenas com capital dos sócios ou possuem seus principais bens onerados. Embora centenas delas possam abrir e fechar em determinado ano numa grande metrópole, apenas algumas delas terminam recorrendo a procedimentos concursais (**The End**..., p. 780).

⁷²⁸ Cf. CLAESSENS, Stijn; KLAPPER, Leora F. **Bankruptcy**..., p. 17-18.

⁷²⁹ Cabe ressaltar que a LRE não se aplica à sociedade simples, entendimento esposado na Súmula n. 49 do TJSP.

contratar empregados.” Por fim, prevê a LRE⁷³⁰ que o pedido de recuperação especial não acarreta a suspensão do curso da prescrição nem das ações e execuções por créditos não abrangidos pelo plano.

Não haverá assembleia de credores e o juiz concederá a recuperação judicial se atendidas as demais exigências na LRE. Contudo, se houver objeções de credores titulares de mais da metade dos créditos quirografários, o juiz decretará a falência do devedor.⁷³¹

Quanto aos demais requisitos, há aplicação supletiva das normas do procedimento ordinário previsto no art. 47 e seguintes da LRE, por força do que dispõe a parte final de seu art. 70, ao sujeitar as MEs e EPPs às normas do Capítulo III, que trata da recuperação judicial, contexto dentro do qual, segundo a doutrina, situa-se o microssistema do procedimento simplificado.⁷³² Logo, a este procedimento aplicam-se, *e.g.*, normas que regem a instrução da petição inicial e, no nosso entendimento, as regras sobre o financiamento das empresas em crise previstas no art. 67 da LRE.⁷³³

Todavia, a prática esbarra na rigidez imposta pelo legislador na elaboração do procedimento simplificado. Primeiramente porque o plano, nessa hipótese, está limitado às condições previstas no art. 71, não se podendo falar em incentivos aos novos credores por meio dessa via. Em segundo lugar, conforme previsto no inciso IV do mesmo artigo, o plano disporá que o aumento de despesas pelo devedor dependerá de autorização do juiz, ouvido o administrador judicial e o comitê de credores, se houver. Há, sem dúvida, um engessamento da gestão da empresa em crise que pode afetar sua plena recuperação ao se impor óbices à tomada de crédito, já que a contrapartida imediata será um aumento das despesas, não obstante o crédito possa servir justamente para quitar dívidas vencidas ou vincendas.⁷³⁴ Por derradeiro, conforme observamos, o financiador deverá ter em conta que não se suspendem as ações e execuções contra o devedor relativamente aos créditos não abrangidos pelo plano, de sorte que mais agentes competirão pelos resultados da atividade da empresa, e é absolutamente razoável supor que o novo crédito poderá ser destinado ao pagamento dessas execuções ao invés de servir para remediar a crise. Ressalte-se que, pelo

⁷³⁰ Art. 71, parágrafo único, LRE.

⁷³¹ Art. 72, *caput* e parágrafo único, LRE.

⁷³² Cf. ZANINI, Carlos Klein. **Comentários...**, p. 321.

⁷³³ Pela aplicação desses dispositivos, por ausência de ressalva nos comentários formulados, cf. ZANINI, Carlos Klein. **Comentários...**, p. 329.

⁷³⁴ Para críticas a esse dispositivo sob o prisma constitucional, cf. TREZZA, Luciana Di Marzo. Recuperação judicial especial para micros e pequenas empresas à luz da Lei 11.101/2005 – LRE. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 382-383.

rol de credores excluídos do procedimento simplificado,⁷³⁵ não deverão ser poucas as execuções em curso.

A despeito dos problemas ora levantados, cabe uma observação importante: a limitação para aumento de despesas ou contratação de empregados somente passará a vigorar depois da concessão da recuperação judicial pelo juiz. Isto ocorrerá somente após os prazos para apresentação do plano (sessenta dias) e apresentação de objeções (trinta dias após o a publicação do aviso de recebimento do plano ou da relação de credores prevista no § 2º do art. 7º). Até lá, o devedor é livre para contratar empréstimos, sem prejuízo da fiscalização pelo administrador judicial quanto à destinação dos recursos captados.

Ao lado dos obstáculos legais, as MEs e EPPs apresentam problemas intrínsecos, como maior assimetria informacional e dificuldades de monitoramento. Além disso, grandes empresas normalmente possuem um fluxo de caixa relativamente estável que pode ser destinado ao pagamento de dívidas. Adicionalmente, elas possuem, em geral, uma reputação construída ao longo do tempo que diminui o incentivo à adoção de comportamentos que possam aumentar a probabilidade de crise financeira. Essas características devem possibilitar que as empresas de maior porte tomem empréstimos em condições mais favoráveis em relação às empresas menores.⁷³⁶ A mesma lógica é aplicável às empresas em recuperação judicial, o que dificulta a captação de recursos por MEs e EPPs nessa condição.

8.3 O financiamento das empresas em recuperação extrajudicial

A importância das iniciativas extrajudiciais de recuperação de empresas em crise foi reconhecida por organismos internacionais e diversas legislações estrangeiras, que as dedicam capítulos especiais. Nesse contexto, os *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems* do Banco Mundial contêm dois princípios que pertinem, direta ou indiretamente, ao financiamento da recuperação extrajudicial das empresas.

⁷³⁵ Art. 71, inciso I, LRE.

⁷³⁶ Cf. STRAHAN, Philip E. Borrower Risk and the Price and Nonprice Terms of Bank Loans. **FRB of New York Staff Report No. 90**, Oct. 1999, p. 12. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=192769>>. Acesso em: 07 abr. 2011.

O primeiro princípio, de número 25,⁷³⁷ destaca a necessidade de se implementar um quadro legislativo que possibilite o desenvolvimento de acordos extrajudiciais destinados a recuperar a empresa em crise. Esse quadro inclui leis e procedimentos que assegurem a transparência do devedor ou o acesso tempestivo a informações financeiras confiáveis e precisas da empresa. Além disso, a lei deve encorajar o empréstimo, investimento ou recapitalização de empresas em crise que sejam financeiramente viáveis, bem como comportar um amplo leque de atividades de recuperação, como remissão de dívidas, dilação de prazos para pagamento, reestruturações e conversão de dívidas em participação no capital. Por fim, o sistema legislativo deve prover tratamento tributário favorável ou neutro a essas reestruturações.

Por outro lado, em consonância com o princípio número 26,⁷³⁸ o documento arrola, dentre os principais procedimentos a serem observados nas recuperações extrajudiciais, a necessidade de que sejam assegurados capital de giro e liquidez à empresa, tanto durante as negociações como na reestruturação em si. O problema da concessão de crédito a empresas em crise durante essa fase de tratativas extrajudiciais é agravado pelo fato de que muitas legislações concursais não conferem nenhum tipo de prioridade a esses créditos, ao contrário do que se dá com os novos créditos concedidos no bojo de um procedimento de recuperação judicial. Não obstante, o Banco Mundial salienta que os profissionais envolvidos nessas renegociações desenvolvem alternativas para atribuir graus de prioridade a esses créditos, fazendo-o via acordos entre os principais credores, de modo que os créditos por eles concedidos em caráter emergencial terão prioridade em relação a outros créditos de que sejam titulares, caso tenha início um procedimento formal de insolvência.

No Brasil, a LRE apresenta alguns desincentivos ao financiamento de empresas em recuperação extrajudicial.

Por primeiro, a exemplo de diversos ordenamentos estrangeiros, não existe nenhuma prioridade aos financiadores caso sobrevenha a falência ou recuperação judicial, tal como a prevista no art. 67.⁷³⁹ Tampouco se diga que o financiador possui algum

⁷³⁷ THE WORLD BANK. **Principles...**, p. 53.

⁷³⁸ THE WORLD BANK. **Principles...**, p. 55.

⁷³⁹ Diferente é a solução adotada na França, onde se garante privilégio de pagamento às pessoas que, nos termos de um acordo homologado no procedimento extrajudicial denominado *procédure de conciliation*, tiverem concedido novos recursos em dinheiro para que o devedor mantenha suas operações, no limite do valor aportado (*Code de Commerce*, art. L611-11). Referido privilégio será usufruível em caso de abertura de um procedimento de *sauvegarde, redressement judiciaire* ou *liquidation judiciaire*.

benefício aproveitável no curso da recuperação extrajudicial, seja na modalidade homologatória (art. 162) ou impositiva (art. 163).

Em segundo lugar, diz o § 2º do art. 161 que o plano não poderá conter pagamento antecipado de dívidas nem tratamento desfavorável aos credores que a ele não estejam sujeitos. Embora não se aplique à recuperação extrajudicial do tipo homologatória,⁷⁴⁰ na recuperação extrajudicial do tipo impositiva essa disposição inibe estratégias que visam recompensar o chamado credor colaborativo, como o recebimento antecipado em relação aos demais credores ou a oneração de ativos em garantia.

Por fim, o § 4º do art. 161 dispõe que o pedido de homologação do plano de recuperação extrajudicial não acarreta a suspensão dos direitos, ações ou execuções contra o devedor, nem impossibilita o pedido de decretação de falência pelos credores não sujeitos ao plano. Novamente, há o risco de integral direcionamento dos novos recursos ao pagamento dessas execuções, sem qualquer benefício à continuidade dos negócios.

⁷⁴⁰ Nessa esteira, com supedâneo nos princípios da autonomia privada e da obrigatoriedade da convenção, cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. **Comentários...**, p. 529.

9 A QUESTÃO DA TRANSPARÊNCIA NO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE

A transparência constitui elemento essencial ao desenvolvimento do processo de recuperação e ao soerguimento da empresa. Conforme já mencionamos com supedâneo na doutrina,⁷⁴¹ a recuperação judicial, tal como concebida na LRE, tem seu fundamento na ética da solidariedade, demandando a cooperação de todos os envolvidos, principalmente do devedor. Nesse sentido, inexistindo abertura e transparência desde o início da recuperação até o cumprimento do plano, a harmonização dos interesses envolvidos restará seriamente comprometida, dificultando o salvamento da empresa.

A necessidade de transparência e prestação de contas foi frisada pelo Banco Mundial⁷⁴² em seus *Principles and Guidelines*. Aduziu-se que padrões mínimos de transparência e governança deveriam ser estabelecidos para estimular a comunicação e a cooperação entre o devedor e as partes interessadas, com a divulgação de informações básicas, como demonstrações financeiras, estatísticas operacionais e fluxo de caixa, a fim de se avaliar com maior grau de certeza os riscos envolvidos. A transparência existe quando a informação é reunida e prontamente disponibilizada às outras partes e, uma vez conjugada com o bom comportamento do “cidadão corporativo”, cria um ambiente de comunicação e informação favorável a uma maior cooperação entre todos.

Por seu turno, o relatório final do estudo sobre melhores práticas de reestruturação, falência e recomeço, elaborado pela Comissão Europeia, concluiu que, para aumentar a confiança dos credores, as informações a serem divulgadas pelo devedor em recuperação judicial devem ser controladas por um terceiro com experiência e neutralidade, indicado pelo juiz ou aprovado pelos credores.⁷⁴³

Gustavo Milaré Almeida⁷⁴⁴ aponta como indispensável à realização da função social da empresa dentro da recuperação judicial o que denomina princípio da transparência qualificada. O autor justifica o adjetivo pelo fato de que o devedor tem que

⁷⁴¹ Cf. LOBO, Jorge. *Comentários à Lei...*, p. 179.

⁷⁴² THE WORLD BANK. *Principles...*, p. 16-17. Ao lado da transparência e governança, a instituição ressaltava a importância de que os padrões de contabilidade e auditoria estejam de acordo com as melhores práticas internacionais, alertam para a necessidade de um sistema legal e judicial previsível e confiável que permita tratamento justo a todos os credores, além da regulação da conduta dos sócios da empresa em crise.

⁷⁴³ *Best Project...*, p. 27.

⁷⁴⁴ *Anotações...*, p. 248-249.

apresentar aos seus credores a situação real de sua crise econômico-financeira na renegociação de suas dívidas, mas isso não significaria uma ampla abertura da empresa sobre aspectos como segredos comerciais, estratégias organizacionais, carteiras de clientes e fornecedores, especialmente quando alguns aspectos diferenciais podem chegar ao conhecimento dos concorrentes. Assim, as informações a serem prestadas, segundo defende o autor, devem ser vinculadas à causa ou “ponto de estrangulamento” que ensejou a crise da empresa e devem estar ligadas exclusivamente ao plano de recuperação. Entretanto, essas informações podem não ser suficientes à outorga de financiamentos à recuperanda.

No que toca à concessão de crédito, Jairo Saddi⁷⁴⁵ explica que algumas informações são reconhecidamente fundamentais para a correta avaliação do crédito de uma empresa, o que se aplica com muito mais razão às empresas em crise, em que o risco de crédito é majorado por si só. Primeiramente, é preciso ter acesso a informações positivas, como empréstimos em aberto, histórico de pagamentos e ativos, além de informações negativas, tais como nível inadimplência ou fraudes no pagamento. Ademais, o potencial financiador deve ter acesso a informações gerenciais, histórico de pagamentos e compras e histórico de crédito num período razoável. Conforme se analisará na subseção seguinte, grande parte dessas informações será prestada no momento da instrução da petição inicial, mas elas deverão ser periodicamente atualizadas ou complementadas para que se transmita mais segurança a quem estiver disposto a outorgar crédito às empresas em crise.

Sobre o tempo de prestação das informações, parte da doutrina, analisando a recuperação de empresas no Brasil, observa que o princípio da transparência deve ser respeitado pelo empresário em dois momentos: na apresentação do pedido de recuperação judicial e na apresentação do plano de recuperação judicial.⁷⁴⁶ Sem embargo da importância da adequada prestação de informações nesses momentos, temos que a transparência das empresas em recuperação judicial deve se equiparar – e até mesmo superar – a das companhias abertas, pelo que o fornecimento de informações deve ser amplo, periódico e permanente, de fácil compreensão e objetivo, sendo insuficiente a mera apresentação das contas demonstrativas mensais pelo devedor,⁷⁴⁷ que muitas vezes são extemporâneas, imprecisas, incompletas ou mesmo inverídicas. Inclusive, a LRE poderia

⁷⁴⁵ **Crédito e Judiciário...**, p. 83.

⁷⁴⁶ Cf. LAZZARINI, Alexandre Alves. **A recuperação...**, p. 99.

⁷⁴⁷ Art. 52, inciso IV, LRE.

prever deveres fiduciários especiais dos administradores de empresas em crise em relação aos credores, com foco na correta e tempestiva divulgação de informações.

A questão da abertura de informações e da confiabilidade foi apontada em pesquisa realizada pelo Comitê de Soluções Financeiras do TMA Brasil⁷⁴⁸ como um dos entraves ao financiamento das empresas em crise, especialmente aquelas de pequeno e médio porte, nas quais a transparência é menos recorrente.

No Brasil, a transparência do processo de recuperação judicial norteia a atividade fiscalizadora do administrador judicial, que deve, entre outras atribuições, fornecer “com presteza” todas as informações solicitadas pelos credores interessados, exigir “quaisquer informações” do devedor ou de seus administradores e a apresentar relatório mensal das atividades da recuperanda.⁷⁴⁹

O comitê de credores também tem como função fiscalizar as atividades do devedor e o cumprimento do plano de recuperação.⁷⁵⁰ Conforme já ressaltou o relatório do Banco Mundial,⁷⁵¹ os credores e o comitê podem servir como um efetivo freio nas atividades da administração da empresa ou do administrador judicial. Para tanto, devem ter a oportunidade de obter informações relevantes, precisas e atuais, especialmente sobre atividades operacionais e financeiras, o que demanda uma abertura e transparência pela administração da empresa, inclusive com a publicação de acontecimentos importantes em jornal de grande circulação, para fornecer notícias adicionais aos credores como um todo.

Na mesma linha, a lei brasileira procura, em certa medida, dar ampla publicidade à existência do processo de recuperação judicial, obrigando o devedor a acrescentar a expressão “em Recuperação Judicial” em todos os atos, contratos e documentos por ele firmados, tão logo seja deferido o processamento. Além disso, exige que o juiz determine a anotação da recuperação judicial da empresa no Registro Público de Empresas.⁷⁵² Ademais, a LRE não prevê que os processos de recuperação judicial devam tramitar em sigilo, o que permite o acesso por qualquer interessado.

O mesmo estudo da Comissão Europeia, acima citado, revelou que a maioria dos ordenamentos pesquisados requer a publicação do deferimento do respectivo processo de insolvência no Diário Oficial da Justiça o que, em casos extremos, poderia conduzir ao pânico ou pelo menos causar publicidade negativa e, conseqüentemente, perda de

⁷⁴⁸ **Financiamento...**

⁷⁴⁹ Art. 22, inciso I, alíneas “b” e “d”, e inciso II, alínea “c”, respectivamente, LRE.

⁷⁵⁰ Art. 27, inciso II, alíneas “a” e “b”, LRE.

⁷⁵¹ THE WORLD BANK. **Principles...**, p. 34.

⁷⁵² Art. 52, inciso II, c/c art. 69 e parágrafo único, LRE.

clientes.⁷⁵³ A despeito disso, alguma publicidade é essencial quando as empresas se encontram em dificuldades, sob pena de não ser possível proteger os interesses de todos os credores ou viabilizar a captação de novos recursos. A confidencialidade somente poderia ser assegurada em caso de medidas preventivas tomadas antes do início do respectivo processo de insolvência.

A publicidade dos processos concursais estabelece a confiança do público em geral no sistema falimentar, com regras que assegurem pronto acesso aos documentos constantes nos autos, de modo que a transparência e a prestação de contas estejam presentes em todos os estágios do processo. Essa finalidade pode ser atingida com o auxílio da tecnologia moderna, que tem colaborado para modificar a dinâmica de processos de reestruturação e reorganização pelo mundo, ao ampliar o acesso à informação e aprimorar a transparência, servindo a cada vez mais pessoas e instituições que lidam com situações de crises.⁷⁵⁴

No Brasil, algumas iniciativas dessa natureza são espontaneamente adotadas pelas recuperandas ou pelos administradores judiciais, que publicam em seus *sites* as principais informações sobre o processo. Iniciativa louvável, mas muito aquém do necessário para incentivar o financiamento dessas empresas ou assegurar a efetiva transparência do processo.

Por fim, cumpre mencionar o disposto na ICVM n. 480/09, que contém regras de divulgação de informações por empresas emissoras de valores mobiliários, incluindo regras específicas para os emissores em recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falidos, pautadas pela transparência e celeridade na divulgação ao mercado das principais informações e documentos do respectivo processo, a serem disponibilizados via *internet* na data de sua ciência.⁷⁵⁵ Isso dispensa, em alguns casos, o acesso aos autos do processo para obtenção de determinadas informações, o que por vezes é bastante complicado, considerando o grande número de volumes que os processos dessa natureza costumam apresentar.

⁷⁵³ **Best Project**..., p. 13-14.

⁷⁵⁴ Cf. MILLER, Harvey R. **Chapter 11**..., p. 375-376.

⁷⁵⁵ Conforme anota Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, no sistema norte-americano, os emissores em crise apresentam à SEC, em até quinze dias, os relatórios mensais que são apresentados no processo concursal. Além disso, as principais ocorrências processuais também são reportadas (A Instrução CVM – 480/2009 e as Empresas em Crise. In: von ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 703-704).

9.1 Mecanismos legais de transparência: instrução da petição inicial e prestação de informações periódicas

O art. 51 da LRE lista os documentos essenciais à instrução da petição inicial, sem os quais o pedido de processamento da recuperação judicial será indeferido, embora esse fato não traga qualquer repercussão à empresa como na lei anterior.⁷⁵⁶ Conforme anota a doutrina,⁷⁵⁷ não se trata de mero formalismo legal, mas de meio para que o devedor exponha aos credores, dentro do possível, sua situação real, fornecendo os primeiros elementos à análise do plano de recuperação a ser apresentado. Esses elementos são igualmente úteis para uma primeira avaliação sobre a concessão de novos financiamentos à empresa, especialmente nos primeiros estágios da recuperação judicial. A despeito disso, há vozes que propugnam por uma maior flexibilização das exigências previstas no art. 51, especialmente porque algumas delas não dependem exclusivamente do devedor, como a obtenção de certidões.⁷⁵⁸ Esta posição não nos parece a mais acertada no bojo da recuperação judicial, pois se trata de informações úteis não só aos credores, mas ao próprio devedor, que fornece aos interessados, inclusive potenciais financiadores, um retrato mais completo de sua situação econômico-financeira, contribuindo para um diálogo mais aberto e transparente na negociação do plano ou de novos financiamentos. Por isso, acreditamos que o esforço – se é que assim poderia ser chamado – na apresentação dessas informações e certidões é compensado pelos benefícios que daí podem advir.

A transparência da empresa nesse primeiro estágio permite que os credores avaliem tecnicamente as informações constantes no processo de recuperação judicial e conheçam o mercado de atuação da empresa.⁷⁵⁹ A importância das informações oferecidas pelo devedor chega a ser comparada à de um prospecto de oferta pública de valores mobiliários.⁷⁶⁰

Como nos referimos anteriormente, a LRE procura solucionar, em certa medida, a tensão existente entre a capacidade de satisfação dos credores, ainda que parcialmente, e a viabilidade do devedor, mediante a imposição de um “filtro” de seleção das empresas pelo critério de viabilidade econômica, conforme se depreende das normas contidas no art. 51 e

⁷⁵⁶ Pelo art. 161 do Decreto-lei n. 7.661/45, se o pedido de concordata preventiva não estivesse formulado nos termos da lei e devidamente instruído, o juiz declararia aberta a falência dentro de vinte e quatro horas.

⁷⁵⁷ Cf. LAZZARINI, Alexandre Alves. **A recuperação...**, p. 99.

⁷⁵⁸ Cf. ALMEIDA, Gustavo Milaré. **Anotações...**, p. 250.

⁷⁵⁹ Cf. LAZZARINI, Alexandre Alves. **A recuperação...**, p. 101.

⁷⁶⁰ Nesse sentido, cf. WYNNE, Richard. **Symposium...**, p. 663.

nos incisos II e III do art. 53 da LRE. Para Deborah Kirschbaum,⁷⁶¹ a despeito das lacunas legais, a melhor interpretação para conciliar essas duas dimensões consiste na permissão para os credores objetarem o plano apresentado e na imposição de que o devedor demonstre que o pagamento aos credores, nos termos do plano, é mais vantajoso do que o resultado que seria obtido na falência.

Assim, diz a LRE que o devedor apresentará, além das causas de sua situação patrimonial e das razões da crise econômico-financeira,⁷⁶² as demonstrações contábeis relativas aos três últimos exercícios sociais e as levantadas especialmente para instruir o pedido.⁷⁶³ O cotejo entre as demonstrações especiais e as dos exercícios anteriores permite o acompanhamento de indicadores como liquidez, relação entre dívida e capital, obrigações de curto e longo prazo, níveis de endividamento, dentre outros que servirão para se aferir a viabilidade da empresa⁷⁶⁴ e, assim, embasar o fornecimento de novos recursos. Importa, neste caso, que as demonstrações sejam elaboradas de maneira uniforme, seguindo os mesmos princípios e contendo as notas explicativas adequadas, para que se permita uma avaliação das mudanças de estruturas ou critérios de administração.⁷⁶⁵

De fato, as informações contidas nas demonstrações financeiras apresentadas pela recuperanda – quando devidamente apresentadas – permitem que os interessados, inclusive potenciais financiadores, construam medidas relativas de eficiência operacional da empresa, baseadas em diversos índices como liquidez, atividade, endividamento, rentabilidade e valor de mercado. Basicamente, os três primeiros medem o risco; os índices

⁷⁶¹ **A Recuperação...**, p. 139-140.

⁷⁶² Art. 51, inciso I, LRE.

⁷⁶³ Art. 51, inciso II, LRE. As demonstrações contábeis ou financeiras são relatórios extraídos da escrituração da empresa contendo os lançamentos efetuados nas contas e se destinam fornecer aos usuários do processo escritural informações úteis de modo simplificado, organizado e sistematizado, para orientar uma possível tomada de decisão, com determinadas tendências, enfoques e objetivos. Consistem em (a) balanço patrimonial, que destaca o ativo e o passivo da empresa; (b) demonstração de resultado do exercício, que expõe o desempenho da empresa, informando se houve lucro ou prejuízo; (c) demonstração de lucros ou prejuízos acumulados, que discrimina o saldo no início do período e ajustes anteriores, reversões de reserva e lucro líquido, bem como transferências para reservas, dividendos, parcela dos lucros incorporada ao capital e o saldo ao fim do período; (d) demonstração de fluxo de caixa, que traz as mudanças nas disponibilidades (caixa e equivalentes de caixa) ocorridas entre dois exercícios; e, para as companhias abertas, (e) demonstração do valor adicionado, que evidencia o valor da riqueza gerada pela companhia, sua distribuição entre os elementos que contribuíram para sua geração e a parcela da riqueza não distribuída (cf. PEREIRA, Alexandre Demetrius. **O Exercício...**, p. 578-635).

⁷⁶⁴ Cf. SZTAJN, Rachel. In: SOUZA JUNIOR..., p. 250-251.

⁷⁶⁵ Cf. SZTAJN, Rachel. In: SOUZA JUNIOR..., p. 251. Conforme lembra Douglas G. Baird, a análise do balanço patrimonial da empresa deve ser cuidadosa, especialmente quando houver disputas envolvendo propriedade intelectual de empresas de tecnologia, que podem se alongar por anos, pelo que se torna difícil sua avaliação. Da mesma forma, determinados contratos, como arrendamentos de médio e longo prazo, podem conter disposições que vinculam parte das receitas futuras da empresa, além das dificuldades envolvendo a classificação do arrendamento como ativo ou dívida no contexto falimentar (**The Hidden...**, p. 32).

de rentabilidade medem o retorno; e os índices de valor abarcam risco e retorno.⁷⁶⁶ Esses elementos são importantes para nortear a análise de viabilidade da empresa.

Contudo, nas demonstrações financeiras apresentadas, os principais indicadores da viabilidade da empresa neste primeiro momento são o relatório de fluxo de caixa e sua projeção. Por meio daquele relatório, é possível avaliar a atividade da empresa, identificando as entradas e saídas de caixa originadas das operações, investimentos e financiamentos.⁷⁶⁷ Por sua vez, a projeção de fluxo de caixa consiste na expectativa de entradas e saídas de recursos em determinado período, permitindo a aferição da necessidade de empréstimos ou excedentes de caixa,⁷⁶⁸ além de possibilitar a identificação de variações entre o fluxo projetado e o efetivamente realizado.⁷⁶⁹

A projeção do fluxo de caixa é peça fundamental para a obtenção de novos recursos. Entretanto, padece da incerteza própria de estimativas futuras do resultado das atividades, de modo que a previsão das entradas é mais imprecisa do que as saídas de caixa, especialmente nos meses mais longínquos da projeção. Assim, para que seja útil, deve abranger um período curto, inferior a noventa dias,⁷⁷⁰ com atualização periódica.

A LRE somente exige que o devedor apresente, durante a recuperação, as contas demonstrativas mensais, o que significa juntar aos autos balancetes que reflitam a movimentação financeira da empresa a cada mês.⁷⁷¹ Em tese, tais documentos deveriam ser complementados pelo relatório mensal das atividades do devedor, apresentado pelo administrador judicial, que deveria conter uma análise, ainda que superficial, do fluxo de caixa da empresa, para que possa ser comparado com o fluxo de caixa inicialmente projetado.⁷⁷²

⁷⁶⁶ Cf. GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Principles of managerial finance = Princípios de administração financeira**. Tradução: Antonio Zoratto Sanvicente. 10. ed. São Paulo: Person Addison Wesley, 2004, p. 42-56. Conforme sintetiza o autor, os índices de liquidez medem a capacidade de cumprimento de obrigações de curto prazo à medida que vencem; os índices de atividade medem a velocidade de conversão de várias contas em entradas ou saídas; os índices de endividamento indicam o volume de dinheiro de terceiros empregado na atividade; os índices de rentabilidade permitem a avaliação dos lucros da empresa em relação às vendas, ativos ou capital investido pelos sócios; e os índices de valor de mercado estão relacionados a certos valores contábeis da empresa e tendem a refletir, em termos relativos, a avaliação do seu desempenho passado e esperado.

⁷⁶⁷ Cf. DUARTE, Alexandre Uriel Ortega. **Aspectos...**, p. 173.

⁷⁶⁸ Cf. SZTAJN, Rachel. In: SOUZA JUNIOR..., p. 252.

⁷⁶⁹ Cf. DUARTE, Alexandre Uriel Ortega. **Aspectos...**, p. 174.

⁷⁷⁰ Cf. SZTAJN, Rachel. In: SOUZA JUNIOR..., p. 253-254.

⁷⁷¹ Cf. SANTOS, José Vanderlei Masson dos. Da atuação do perito contador na nova lei de falências e recuperação de empresas. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 349.

⁷⁷² Cf. SANTOS, José Vanderlei Masson dos. **Da atuação...**, p. 350.

Alguns problemas referentes a esses documentos residem no fato de que tanto a projeção do fluxo de caixa como os relatórios do administrador judicial são apresentados apenas nos autos, cujo acesso nem sempre é fácil, pois eles podem estar fora do cartório. Melhor seria que esses documentos fossem disponibilizados na rede mundial de computadores, permitindo-se o acesso imediato por qualquer interessado.

Além disso, não há uma regra para o período em que o fluxo de caixa será projetado, o que dá azo à apresentação de documento meramente *pro forma*, servindo mais para o cumprimento de requisito legal do que para informar credores e potenciais financiadores.

Outrossim, nem sempre as contas mensais e relatórios são adequados à compreensão do fluxo de caixa da empresa. Por vezes, mostram imprecisão e laconismo, pouco servindo para transmitir um retrato fiel das movimentações do devedor.⁷⁷³

Finalmente, é imperativo que se torne eficaz a norma que prevê a destituição dos administradores da recuperanda não apenas quando as contas demonstrativas mensais deixam de ser apresentadas,⁷⁷⁴ mas também se forem apresentadas a destempo ou com dados imprecisos ou obscuros, para que se consagre a seriedade da prestação de contas pela empresa em crise.

Igual sanção deveria existir pela apresentação meramente formal dos documentos que instruem a petição inicial. Muitas vezes, eles são apresentados sem qualquer cuidado, contendo diversas informações imprecisas, incompletas ou mesmo incorretas, desprovidos de qualquer auditoria externa, o que pode induzir os credores e potenciais financiadores à tomada de decisões equivocadas.⁷⁷⁵ Melhor seria que se previsse uma análise independente das demonstrações financeiras apresentadas pelo devedor, em particular nas empresas de maior porte, a despeito da possibilidade de verificação dessas informações pelo administrador judicial, quando da elaboração de seus relatórios mensais.

O inciso III do art. 51 obriga o devedor a apresentar a relação nominal completa dos credores, inclusive aqueles por obrigação de fazer ou de dar, com a indicação dos respectivos endereços, natureza, classificação e valor atualizado dos créditos, apontamento de sua origem, vencimentos e a indicação dos registros contábeis de cada transação

⁷⁷³ No CCAA canadense, há expressa previsão no sentido de que o administrador judicial deve apresentar relatório ao juízo, sem atraso, sempre que verificar uma alteração substancial na projeção de fluxo de caixa ou nas condições financeiras da empresa (*Section 23, (1)(d)(i)*).

⁷⁷⁴ Art. 52, inciso IV, LRE.

⁷⁷⁵ Vale ressaltar que o art. 171 da LRE tipifica como crime a sonegação ou omissão de informações, bem como a prestação de informações falsas no processo de recuperação judicial. Contudo, a apresentação dos dados em desacordo com os padrões contábeis nem sempre poderá configurar crime.

pendente. Trata-se de informação útil não apenas ao administrador judicial, que irá elaborar sua própria relação de credores, mas também aos potenciais financiadores da empresa em crise, que poderão mensurar com detalhes o passivo e identificar os credores mais importantes e decisivos à aprovação do plano. Note-se que é imprescindível que todos os credores sejam indicados, inclusive os credores fiduciários, por ACCs e os excluídos dos efeitos da LRE. Dessa forma, o financiador da empresa poderá ter um retrato mais preciso do comprometimento do caixa do devedor e dos conflitos que podem surgir com esses credores, tal como analisaremos adiante.

O inciso IV do art. 51 impõe que o devedor apresente com a petição inicial uma relação integral dos empregados, com suas respectivas funções, salários, indenizações e outras parcelas a que têm direito. Tal lista representa um retrato circunstancial da empresa que deve ser mantido durante a recuperação judicial, a fim de que a atividade seja preservada e a crise posteriormente superada. Contudo, conservar equipes dentro da empresa não é tarefa fácil em períodos de dificuldade, pois a possibilidade de quebra pode levar empregados talentosos a procurar outros empregos.⁷⁷⁶ Na verdade, todo empregado tem um custo de reposição, e não apenas aqueles mais importantes. Uma vez que a empresa encerra suas atividades, seus empregados se dispersam e raramente ela volta a operar, de sorte que os custos de reposição nesses casos podem ser proibitivos.⁷⁷⁷

O financiador de empresas em recuperação judicial deve atentar a essa possibilidade de êxodo de empregados ou mesmo equipes inteiras que são fundamentais às operações do devedor, pois as receitas geradas durante a recuperação podem ser diminuídas e, conseqüentemente, o pagamento de seu crédito estará ameaçado. Como a LRE obriga o devedor a apresentar a relação de empregados apenas na instrução da petição inicial, os novos contratos de crédito devem prever que o devedor apresente, periodicamente, uma relação atualizada, para que os credores possam mensurar com maior precisão os riscos que correm e a viabilidade do negócio. Enfim, para evitar esse êxodo de empregados essenciais aos negócios, a recuperanda deverá mostrar uma perspectiva de superação da crise, particularmente na elaboração de planos factíveis.

9.2 A assunção de compromissos (covenants)

⁷⁷⁶ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **The End...**, p. 775.

⁷⁷⁷ Cf. LOPUCKI, Lynn M. **The Nature...**, p. 656.

A iniciativa de transparência não parte somente do devedor, mas também dos credores que financiam empresas em dificuldade, os quais podem exigir, como pré-condição ao desembolso de quaisquer valores, a assunção de uma série de compromissos e metas. No Brasil, esses compromissos ou obrigações acessórias são comuns em operações envolvendo bancos e grandes empresas.⁷⁷⁸

Tais compromissos, também conhecidos por *covenants*, constituem importantes instrumentos de governança que visam mitigar problemas de agência e permitem que os credores influenciem as decisões dos administradores. Isso porque sua violação configura, por vezes, evento de inadimplemento, com o consequente vencimento antecipado da dívida e investida contra os ativos do devedor, independentemente de autorização judicial ou da vigência do período de suspensão das ações e execuções.⁷⁷⁹

Por meio dos *covenants*, os financiadores podem ter acesso a informações da empresa que não estão disponíveis ao público e, a partir delas e das metas impostas, exercem um verdadeiro controle da empresa devedora.⁷⁸⁰ Práticas dessa ordem podem resultar na esterilização dos administradores, com o surgimento do que se denomina controle externo, que será abordado na seção 12. Outra consequência reside no delineamento dos termos do plano de recuperação judicial pelos financiadores ou na orientação do voto na assembleia geral de credores, o que pode levar a soluções que nem sempre são benéficas à coletividade de credores e à sociedade em geral.

A imposição de determinados compromissos financeiros pelos novos credores advém do temor de que os recursos por eles concedidos sejam utilizados para pagar créditos anteriores ao pedido de recuperação, favorecendo determinados credores.⁷⁸¹

Por outro lado, alguns desses compromissos surgem diante da ausência de bens que possam ser oferecidos em garantia ou da dificuldade de executá-los, desempenhando a mesma função garantidora. Dentre eles está a chamada garantia indireta ou fluxo de caixa

⁷⁷⁸ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 64.

⁷⁷⁹ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 735.

⁷⁸⁰ Em pesquisa calcada em dados do ano de 2001 de processos de reorganização de empresas nos Estados Unidos, Kenneth Ayotte e Edward Morrison identificaram obrigações impostas pelos credores ao devedor que representavam verdadeiro controle de suas atividades. Por meio desses compromissos, a empresa se obrigava a apresentar ao financiador detalhes sobre suas receitas e despesas, de modo que qualquer desvio significativo da margem estabelecida, em geral entre 5% e 15%, acarretaria um evento de inadimplemento. Além disso, em 55% dos casos, foram identificados outros *covenants* que limitavam despesas de capital, enquanto em 49% deles exigiu-se que a empresa atingisse certa margem de lucratividade ou metas do *EBITDA* (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) (**Creditor Control...**, p. 15).

⁷⁸¹ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 137-138.

estimado, sobre o qual se constroem mecanismos de limitação ou separação de parte dele para pagamento do empréstimo garantido.⁷⁸²

As exigências geradas pelos *covenants* também podem ter efeitos para outras classes de credores, como ocorreu nos processos de recuperação das norte-americanas *U.S. Air* e *United Airlines*, em que o *DIP lender* ameaçou forçar a liquidação se os empregados não fizessem concessões salariais e de alguns benefícios.⁷⁸³

Sris Chatterjee, Upinder S. Dhillon e Gabriel G. Ramírez⁷⁸⁴ classificam os compromissos impostos pelos financiadores em positivos e negativos.

No primeiro caso, o devedor obriga-se, em contrapartida à concessão de financiamentos, a apresentar diversas informações e relatórios, em periodicidade semanal, mensal e anual, incluindo relatórios financeiros, relatórios de bancos e consultores, plano de negócios, ações judiciais em curso nas quais o devedor seja parte, relatórios de auditores, projeções, notificações por inadimplemento, evolução de fluxo de caixa, bens e recebíveis oferecidos em garantia, além de permitir que profissionais externos examinem livros, verifiquem o material reportado aos credores e controlem os estoques. Isso sem falar da obrigação de pagamento de seguros e de impostos nos respectivos vencimentos. De todo modo, é importante considerar a forma como as informações obtidas serão utilizadas, pois a divulgação, exploração ou utilização de conhecimentos, informações ou dados confidenciais obtidos pelo financiador pode configurar crime de concorrência desleal, a teor do art. 195, inciso XI, da Lei n. 9.279/96.

No que tange aos compromissos negativos assumidos pelo devedor que recorre a novos financiamentos, há restrição às decisões operacionais da empresa e às despesas que podem ser assumidas, incluindo vedações ou limitações às despesas de capital, proibição de alienar ou onerar ativos ou promover mudanças na administração.⁷⁸⁵

A existência dos *covenants* apresenta inconvenientes, na medida em que reduz a autonomia dos administradores da empresa e leva a decisões negociais que são subótimas

⁷⁸² Cf. SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário**..., p. 141-142. O jurista exemplifica: “[s]uponhamos um projeto de financiamento de uma empresa monopolista, como uma concessionária de estradas rodoviárias que explora o pedágio. A concessionária que quiser financiar não tem garantias reais para oferecer – então mesmo o conceito de recebíveis ou direitos creditórios é incerto, uma vez que se desconhece quantos veículos irão trafegar naquela rodovia. No entanto, sabe-se que haverá um fluxo constante de caixa, de usuários que por ela trafegam todos os dias e pagam pedágio.”

⁷⁸³ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past**..., p. 1930.

⁷⁸⁴ **Debtor-in-possession**..., p. 23. Para mais detalhes sobre os *covenants* exigidos nos contratos de empréstimo, particularmente com bancos, cf. STRAHAN, Philip E. **Borrower Risk**..., p. 6-7.

⁷⁸⁵ O compromisso de não alienar ou onerar bens livres é comum nos Estados Unidos quando o novo credor possui prioridade apenas em relação a esses bens desonerados. *Covenants* negativos com essas características já eram exigidos no início da década de 1990 pelo *Chemical Bank* das empresas varejistas em crise nos Estados Unidos (cf. MOORE, Darla D. **How to Finance**..., p. 6).

em direções opostas: a imposição de metas rigorosas incentiva o investimento em projetos de alto risco e com valor presente líquido negativo (*overinvestment*), enquanto a imposição de restrições negociais limita o investimento em projetos de baixo risco e com valor presente líquido positivo (*underinvestment*). Assim, a menos que os investidores sejam capazes de identificar os projetos disponíveis para o devedor, os *covenants* destinados a reduzir os problemas de superinvestimento poderão causar subinvestimento e vice-versa.⁷⁸⁶

Compromissos demasiadamente rígidos podem ainda causar escolhas negociais economicamente ineficientes. Na medida em que o credor, por um lado, suportar o risco de prejuízo que está atrelado à sorte do devedor, mas, por outro lado, seu retorno for fixo, ao primeiro sinal de agravamento da condição financeira do devedor, o credor poderá cessar o fornecimento de crédito e obrigar o devedor a vender bens para gerar recursos, ao invés de aguardar por uma melhora na situação da empresa, que pode nunca ocorrer.⁷⁸⁷ Alguns *covenants* conferem ao credor a prerrogativa de, na ocorrência de determinados eventos, não apenas de cessar o fornecimento do crédito necessário às atividades da empresa em crise, mas também de transferir a ele próprio seu controle.⁷⁸⁸

Por sua vez, parte da doutrina⁷⁸⁹ advoga que a imposição de obrigações de informação e transparência pelo financiador da empresa em crise agrega valor, juntamente com outras obrigações impostas, tais como a restrição à celebração de negócios arriscados e ao aumento de despesas financeiras, o que, de um modo geral, serve de monitoramento, aumenta a transparência do processo e sinaliza positivamente a todos os credores.

⁷⁸⁶ Cf. TRIANTIS, George G. **A Theory...**, p. 911-912. Para mitigar essas desvantagens o autor, tratando da lei norte-americana, argumenta que as cortes falimentares devem se preocupar com a relação entre a forma de financiamento e os incentivos ao investimento, bem como devem entender os incentivos ao *overinvestment* e *underinvestment* de uma empresa insolvente e o impacto que a atribuição de prioridade dos novos créditos trará. Para esse mister, os projetos da empresa devem ser considerados tendo em vista seu grau de insolvência, o risco dos projetos disponíveis, o fato de o novo credor já possuir créditos sujeitos ao procedimento concursal e as vantagens que serão atribuídas ao novo credor (prioridade, garantias etc.) (**A Theory...**, p. 919).

Já Kenneth N. Daniels e Gabriel G. Ramirez sustentam que o fato de os financiamentos para empresas em crise naquele país serem especificamente autorizados por lei, em regra, para capital de giro, e que muitas das decisões de investimento são supervisionadas pelo juiz, haveria redução dos problemas de agência resultantes do grau de prioridade atribuído aos financiamentos (Information, Credit Risk, Lending Specialization, and Loan Pricing: Evidence from the DIP Financing Market. **Journal of Financial Services Research**. v. 34, n. 1, Aug. 2008, p. 8. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1133522>>. Acesso em: 01 mar. 2011).

⁷⁸⁷ Cf. SKEEL, JR., David A. **Creditors' Ball...**, p. 937; BUCKI, Craig R. **Survey...**, p. 394.

⁷⁸⁸ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance. **Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 05-08; U Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 24**, Mar. 2005, p. 23. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=692023>. Acesso em: 27 out. 2011.

⁷⁸⁹ Cf. ABRAHAM, Nikhil; HABBU, Aditya. **DIP Lending...**, p. 11.

A despeito das vantagens que esses compromissos, impostos ou negociados, possam apresentar ao financiador, existem posições⁷⁹⁰ defendendo que eles não deverão ser suficientes para resguardá-lo contra o risco de mau uso dos recursos, a menos que o financiador obtenha o controle operacional e financeiro completo do devedor. Se esse controle for incompleto, haverá a possibilidade de adoção, pelo devedor, de estratégias negociais mais arriscadas que desviam valor dos credores aos sócios, o que impediria a concessão de novos financiamentos pelo mercado.

Por outro lado, embora esses compromissos e outros meios de monitoramento do devedor possam ser efetivos para evitar estratégias de risco inadequadas, eles também têm seus custos, que num processo de recuperação judicial são, em última análise, suportados pela empresa, pelos demais credores ou pela sociedade.⁷⁹¹

O questionamento judicial desses compromissos pode ser difícil porque, segundo alguns autores,⁷⁹² geralmente envolvem cláusulas que refletem decisões negociais legítimas, comuns em diversos contratos, e por isso não permitem uma clara identificação de condutas impróprias.

No Brasil, a utilização de *covenants* que impõem metas ou direcionam decisões negociais não configuraria, em princípio, controle societário, tal como definido na LSA, já que o financiador não detém direitos de sócio, mas exerce influência externa, eximindo-se de responsabilidades pelo exercício abusivo do direito de voto ou perante consumidores. Todavia, poderão existir eventuais responsabilidades perante os empregados da empresa em crise, na medida em que o art. 2º, § 2º, da Consolidação das Leis do Trabalho pune solidariamente empresas sujeitas à mesma direção, controle ou administração.⁷⁹³ Acerca do tema, Sergio Pinto Martins⁷⁹⁴ esclarece que a relação entre empresas mencionada no artigo em referência é de dominação, exteriorizada por uma das formas citadas no dispositivo. Não é necessário que haja correspondência entre propriedade e controle da empresa, de modo que a direção decorre dos órgãos que controlam a sociedade, da mesma forma que a administração decorre do poder que uma empresa se investe em relação à outra no tocante à orientação ou ingerência de seus órgãos, com administração comum.

Conforme veremos na seção que trata da questão da governança, os financiamentos que contam com a imposição de *covenants* facultando ao credor a ingerência nas atividades

⁷⁹⁰ Cf. ROE, Mark. J. **Bankruptcy and debt...**, p. 553.

⁷⁹¹ Cf. ROE, Mark. J. **Bankruptcy and debt...**, p. 553.

⁷⁹² Cf. BUCKI, Craig R. **Survey...**, p. 395.

⁷⁹³ Nesse sentido, embora abordando o *Project Finance*, cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito...**, p. 416.

⁷⁹⁴ **Direito...**, p. 180-181.

da empresa são classificados pela doutrina como *loan oriented financing*, enquanto aqueles que preveem a assunção do controle da empresa ou aquisição de ativos são denominados *loan-to-own* ou *loan and control financing*.

Um dos principais efeitos dos *covenants* é a possibilidade de monitoramento do devedor, a qual passaremos a analisar.

9.3 A transparência e o monitoramento das empresas em crise

A transparência tanto do andamento do processo concursal como das atividades desempenhadas pelo devedor no período de crise possibilita um extenso e constante monitoramento de sua situação, diminuindo o problema de assimetria informacional.

O monitoramento contínuo, seja nos primeiros estágios da recuperação ou após a aprovação do plano, aumenta a confiança que os credores necessitam para realizar seus investimentos e os colocará em uma posição que lhes permite determinar, de maneira prudente, a viabilidade de prorrogar os prazos de vencimento de seus créditos, modificar cronogramas de amortização e juros, refinanciar a dívida, conceder novos empréstimos ou mesmo converter seus créditos em participação no capital da empresa.⁷⁹⁵ Ademais, para David A. Skeel, Jr.,⁷⁹⁶ o monitoramento empreendido pelos novos credores é benéfico na medida em que eles têm um forte interesse em evitar que o devedor assuma riscos que possam comprometer o valor da empresa, particularmente quando seu crédito está garantido por algum bem.

Assim, se os credores confiam na supervisão e gerenciamento realizados pelo financiador, de forma a buscar a preservação do negócio e a maximização de valor da empresa, eles terão incentivos para conceder novos créditos.⁷⁹⁷

Entretanto, para Steven L. Schwarcz,⁷⁹⁸ um monitoramento geral do devedor por um credor com prioridade não necessariamente protege os credores hierarquicamente inferiores e, ao contrário, pode prejudicá-los. Isso porque supervisionar o devedor geralmente envolve a imposição de uma série de compromissos que, uma vez descumpridos, acarretam o vencimento antecipado dos créditos, de modo que esses

⁷⁹⁵ Cf. THE WORLD BANK. **Principles...**, p. 16.

⁷⁹⁶ **The past...**, p. 1923-1924.

⁷⁹⁷ Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 601.

⁷⁹⁸ **The Easy...**, p. 438-439.

credores serão pagos antecipadamente e os credores hierarquicamente inferiores serão prejudicados em eventual liquidação dos ativos, que restarão diminuídos. Além disso, raramente o monitoramento geral permite que o credor controle plenamente as atividades do devedor.

Uma medida mais eficiente seria o monitoramento unicamente dos recursos emprestados pelo credor, para assegurar que eles serão utilizados somente para os fins que foram captados, que normalmente consistem em suprir necessidades de capital de giro. Não se exigiria, nesse caso, o cumprimento de determinados resultados financeiros que, se não forem atingidos, acarretariam o vencimento antecipado da dívida, prejudicando o devedor e os demais credores.⁷⁹⁹

Nesse diapasão, devem ser impedidas fraudes decorrentes do mau uso do novo crédito, por exemplo, para pagar determinados credores sujeitos à recuperação em troca de apoio na votação do plano apresentado. Essa prática está tipificada no art. 172 da LRE, ao qual nos referimos anteriormente,⁸⁰⁰ mas pode acontecer de forma velada, mediante conluio com certos credores para a celebração de negócios simulados ou operações com preços artificiais, o que deve ser fiscalizado por todos os interessados, em especial credores, administrador judicial, Ministério Público, comitê de credores e magistrado.⁸⁰¹

O monitoramento do devedor em crise pode ser realizado por empresas de auditoria independentes, especializadas e autorizadas para tal, a fim de certificar tanto o atingimento das metas previstas como o cumprimento do plano de recuperação judicial, quando for o caso.⁸⁰²

Algumas pesquisas⁸⁰³ já comprovaram que os empréstimos concedidos às empresas em crise possuem taxa de juros e tarifas mais altas do que aqueles concedidos a outras empresas em situação de normalidade, o que explicaria a hipótese de que as taxas elevadas são um reflexo do maior custo de monitoramento. Porém, ressaltou-se que o resultado também pode expressar um maior poder de mercado desses credores, bem como um maior risco de crédito do devedor.

As despesas com profissionais contratados para realizar o trabalho de monitoramento podem não estar refletidas nas taxas de juros, mas serem pagas diretamente

⁷⁹⁹ Nessa senda, cf. SCHWARCZ, Steven L. **The Easy...**, p. 439.

⁸⁰⁰ Ver 8.1.3.2 *supra*.

⁸⁰¹ Na mesma linha, cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 148.

⁸⁰² Assim, cf. TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL – TMA BRASIL. Comitê de soluções Financeiras. **Financiamento...**

⁸⁰³ Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. **Debtor-in-Possession...**, p. 14-15.

ou reembolsadas pelo próprio devedor, conforme acordado contratualmente. Contudo, há quem defenda⁸⁰⁴ que o credor não pode subverter o monitoramento em uma inteira condução das atividades do devedor antes do inadimplemento, sob pena de questionamentos por outros credores e demais interessados.

Kenneth N. Daniels e Gabriel G. Ramirez⁸⁰⁵ identificaram que fatores informacionais, particularmente os diferenciais de monitoramento do devedor e a capacidade de lidar com as informações recebidas, relacionam-se diretamente com a especialização no mercado de crédito às empresas em crise. O elemento determinante para a especialização não seria, portanto, análise apriorística do risco do devedor. Dessa forma, os bancos teriam maiores vantagens no monitoramento do devedor, pois usam investimentos em obtenção de informações e sua capacidade de competição nos mercados de crédito. Assim, emprestam para grandes empresas em crise a custos menores, ao passo que instituições não-financeiras emprestam para pequenos devedores e a uma taxa de juros maior. No Brasil, isso pode ser verificado pela crescente participação de *factorings* no financiamento das empresas em crise, em especial as de menor porte, o que é reforçado pelas restrições regulamentares impostas aos bancos, conforme veremos adiante.

Nessa esteira, Deborah Kirschbaum⁸⁰⁶ explica que, em princípio, os bancos mutuantes possuem melhores condições para monitorar o devedor do que os demais credores porque têm a capacidade de fazer com que ele redirecione suas decisões. Estes, ao contrário, não têm a mesma capacidade por razões que variam de acordo com o grau de dependência ou indiferença em relação ao devedor. De mais a mais, considerando a natureza das atividades das instituições financeiras, as normas regulamentares a que estão sujeitos e as características dos contratos de mútuo, haverá maior conservadorismo por parte dessas instituições em relação a outros credores, como fornecedores de produtos e serviços. Por isso, os bancos naturalmente deverão exigir mais informações em termos quantitativos e qualitativos, além de garantias reais.

⁸⁰⁴ Cf. COUSINS, Scott D. **Postpetition**..., p. 794.

⁸⁰⁵ **Information**..., p. 2.

⁸⁰⁶ **A Recuperação**..., p. 57-58. Conforme explica a jurista, os trabalhadores dependem da continuidade das atividades do devedor e, ainda que bem informados, não poderão rescindir seus contratos de modo eficiente a ponto de direcionar as decisões da empresa. A seu turno, os quirografários podem apresentar (a) indiferença recíproca entre devedor e credor, não se justificando custos com monitoramento ou nem mesmo a cobrança direta; (b) relativa indiferença do devedor quanto à manutenção da relação com o credor e dependência deste em relação àquele; (c) dependência do devedor e relativa indiferença dos credores, como no caso dos fornecedores de produtos e serviços essenciais, que contam normalmente com prazos de vencimento curtos, podendo reavaliar a manutenção da relação com o devedor a cada vencimento. Ademais, dado o grau de dependência e a mensagem negativa que o inadimplemento frente a esse credor passaria aos demais credores, seus incentivos ao monitoramento são menores; e (d) interdependência entre credor e devedor.

Soma-se a isso o fato de que muitos bancos já possuem uma relação mais íntima com o devedor, pois administram suas contas correntes e têm acesso a seu fluxo de recebíveis e pagamentos, o que lhes confere vantagem em relação aos novos credores.

Alguns estudos⁸⁰⁷ concluem que, em mercados de competição bancária perfeita e contratos completos, os bancos poderiam oferecer serviços de avaliação dos projetos financiados. Entretanto, a outorga de garantias representaria um desincentivo a esse monitoramento do uso do crédito pelas empresas, na medida em que a garantia conferiria proteção em caso de inadimplemento, substituindo, em tese, a necessidade de avaliação dos projetos financiados. Como resultado, a sociedade não se beneficiaria da eficiência produzida pelo monitoramento do devedor e pela indicação de projetos rentáveis, medidas essas que aumentariam a confiança na empresa.

No caso do crédito concedido às empresas em crise, a falta de bens livres para oferecer em garantias e o risco de quebra iminente caso o plano de recuperação não seja aprovado deverão incentivar os credores, em especial os bancos, a monitorar o uso dos recursos. Nesse mister, o credor deve confiar que a empresa fornecerá relatórios precisos de estoques e recebíveis, em sistemas que medem os níveis de estoques e depreciação, pedidos em aberto, contas a pagar, qualidade dos recebíveis e assim por diante.⁸⁰⁸

Nos últimos anos, alguns autores apontam uma diminuição, em outros países, no incentivo à supervisão e monitoramento dos devedores pelos bancos devido à crescente utilização de instrumentos derivativos de proteção contra o risco de inadimplemento (*credit default swaps*), o que fez diminuir também a confiança dos credores e outros participantes do mercado na sinalização da crise de devedores dos bancos.⁸⁰⁹

É importante frisar que o monitoramento das empresas em crise nem sempre é viável. Arturo Galindo e Alejandro Micco⁸¹⁰ desenvolveram estudo com base em dados de sessenta e dois países, coletados em pesquisa realizada pelo Banco Mundial entre 1999 e 2000, comparando o grau de proteção do credor e seu impacto no crédito às pequenas e

⁸⁰⁷ Cf. MANOVE, Michael; PADILLA, A. Jorge; PAGANO, Marco. Collateral versus Project Screening: A Model of Lazy Banks. **The RAND Journal of Economics**, v. 32, n. 4, Winter 2001, p. 728. Os autores ressaltam que, em ordenamentos nos quais não se admitem violações nos níveis de prioridade de credores com garantias, haverá menos incentivos ao monitoramento (*Collateral...*, p. 740).

⁸⁰⁸ Cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 11.

⁸⁰⁹ Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 607.

⁸¹⁰ Bank credit to small and medium sized enterprises: the role of creditor protection, **Banco Central de Chile, Documentos de Trabajo n. 347**, Dec. 2005. Disponível em: <www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc347.pdf>. Acesso em: 26 set. 2010.

médias empresas.⁸¹¹ Constataram que, como o monitoramento dessas empresas pelos credores geralmente não existe, devido aos custos fixos envolvidos, elas tendem a assumir mais riscos e possuem maior probabilidade de bancarrota.⁸¹² Desse modo, ineficiências na lei de falências têm mais impacto nas pequenas e médias empresas do que nas de porte relevante, e uma maior proteção aos credores reduziria, para os autores, a diferença entre o financiamento concedido às primeiras em relação às últimas. Embora o estudo realize uma abordagem *ex ante*, as mesmas conclusões poderiam ser obtidas sob uma perspectiva *ex post*, ou seja, no tratamento ao crédito concedido às empresas em crise. Em outras palavras, a dificuldade de monitoramento é agravada pelos custos fixos envolvidos e constitui enorme entrave ao financiamento das empresas em crise de menor porte, que podem ser relativamente mais caros.

No Brasil, pesquisas empíricas realizadas junto a cinco relevantes bancos nacionais constataram que os mútuos concedidos a grandes empresas costumam ser rigorosamente monitorados, enquanto os mútuos concedidos a empresas de médio porte possuem controles falhos, o que se explica pelo custo associado ao monitoramento do crédito concedido a estas últimas.⁸¹³

Ressalvados os inconvenientes ligados ao monitoramento de empresas de menor porte, o credor que possui essa capacidade pode utilizá-la de maneira oportunista não apenas com a imposição de taxas de juros mais elevadas, mas ainda mediante elevação de prioridade ou pagamento preferencial, em prejuízo dos demais credores, e pelo exercício do controle externo,⁸¹⁴ situação que será abordada neste trabalho.

⁸¹¹ No estudo, os autores consideraram como pequena empresa aquelas que tinham de cinco a cinquenta empregados, como média empresa as que possuíam de cinquenta a quinhentos empregados e como grande empresa as que apresentavam mais de quinhentos empregados.

⁸¹² Conforme explicam os autores, o monitoramento tem um custo fixo por empresa, de maneira que somente vale a pena utilizá-lo quando houver significativos montantes envolvidos, pois demanda investimentos elevados. Diante disso, na conclusão dos autores, os bancos tendem a não monitorar pequenos tomadores, o que aumenta o problema do *moral hazard* e os induz a adotar projetos mais arriscados, cuja probabilidade de fracasso é maior (**Bank credit...**, p. 4).

⁸¹³ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 80-82. Conforme explica a autora, o monitoramento dos empréstimos a grandes empresas é feito pela verificação do cumprimento de obrigações acessórias aos contratos, por meio de relatórios mensais e inspeções de profissionais de crédito dos mutuantes. Esses compromissos geralmente consistem em restrição a endividamentos, estabelecimento de níveis de rentabilidade e liquidez de ativos. Os setores que mais contam com essas obrigações são os ligados a serviços públicos, como saneamento básico, eletricidade e telefonia. Seu descumprimento acarreta vencimento antecipado da dívida.

⁸¹⁴ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 59.

10 A OUTORGA DE GARANTIAS E A ALIENAÇÃO DE BENS PARA FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

As primeiras alternativas à disposição do devedor em crise para levantar recursos consistem na reestruturação do negócio com enfoque nas atividades mais rentáveis e na alienação dos ativos menos produtivos, o que constitui, em tese, um caminho rápido e fácil para a geração de caixa da empresa. Contudo, a venda de bens, embora potencialmente rentável e benéfica aos interesses envolvidos, pode ser – e efetivamente é – limitada pela rigidez legal de muitos sistemas jurídicos, os quais impedem, *v.g.*, a venda de bens objeto de litígio, não obstante o valor do negócio seja suficiente para pagar a dívida supostamente garantida e financiar as operações do devedor. Limitações dessa ordem, encontradas em vários países, vão de encontro a um dos objetivos da lei falimentar, que é maximizar o valor dos ativos para melhor dividi-lo entre os interessados, e tudo que puder ser feito para se atingir esse objetivo sem infringir injustificadamente os direitos dos credores deveria ser possível, ao menos sob a supervisão do juiz.⁸¹⁵

Alguns autores mencionam também que a venda de bens pode levantar questões como eventuais prejuízos aos demais interessados e o uso indevido de informações privilegiadas, tal como se dá em fusões ou aquisições de empresas solventes.⁸¹⁶

Na impossibilidade de alienar bens ou na falta de interessados em adquiri-los, o devedor em crise precisará lançar mão de novos financiamentos para suas atividades. Todavia, a concessão de dinheiro novo a empresas em recuperação judicial é, por vezes, condicionada à outorga de garantias aptas a mitigar o risco assumido pelos credores. Com efeito, se a empresa não possuir bens livres para oferecer em garantia ou se eles forem insuficientes, não haverá financiamento, exceto se o credor assumir os riscos, se houver

⁸¹⁵ Para o exemplo citado e a posição defendida, vide AZAR, Ziad Raymond. **Bankruptcy policy...**, p. 344-346.

⁸¹⁶ Cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 593-594. A autora noticia a existência dos denominados *stalking horses* em leilões de bens ou estabelecimentos de empresas em crise em países como Estados Unidos e Canadá. Seu papel consiste em ofertar um valor inicial e divulgá-lo ao mercado, servindo de parâmetro para que outros interessados ofereçam valor superior, elevando os preços e, por conseguinte, os montantes levantados. O *stalking horse* sabe que pode não ser o eventual arrematante do ativo leilado e, em vista disso, negocia com a recuperanda o ressarcimento de despesas com participação no leilão e diligências realizadas caso ele não seja o arrematante.

novos aportes de capital por parte dos sócios ou se o financiamento provier de empresas do grupo.⁸¹⁷

No Brasil e em outros países, é frequente o esgotamento dos meios de obtenção de financiamento mediante garantia, desde os estágios que precedem o pedido de recuperação judicial.⁸¹⁸ Para alguns,⁸¹⁹ a lei concursal deveria prover alternativas para que o juiz aprove a outorga de garantias ao novo crédito fora do plano de recuperação e sem o consentimento do credor, desde que lhe seja assegurada a adequada proteção, a exemplo do que permite a lei norte-americana.

Diante da ausência de bens desonerados, muitas empresas cedem parte ou mesmo a totalidade de seus recebíveis para obter algum recurso no curto prazo, podendo comprometer ainda mais o caixa no médio e longo prazo. A depender das características da operação, questionamentos legais poderão surgir, tal como veremos em 11.1.3.

Em artigo publicado em 1997, Steven L. Schwarcz⁸²⁰ defendeu que a obtenção de novos recursos com garantia tende a agregar valor aos credores quirografários e à empresa, que passa a ter maior liquidez. Na medida em que essa liquidez contribui para que o devedor restabeleça a viabilidade de seu negócio, os credores sem garantia desejariam que o devedor preservasse o acesso ao crédito com garantia e, assim, teriam uma motivação econômica para não limitar essa disponibilidade.⁸²¹

Nos Estados Unidos, é comum que os novos créditos sejam garantidos por um bem livre ou já onerado, garantia essa cuja prioridade pode ser igual ou superior àquelas

⁸¹⁷ Cf. UNCITRAL. **Legislative Guide...**, p. 114.

⁸¹⁸ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 143.

⁸¹⁹ Cf. AZAR, Ziad Raymond. **Bankruptcy policy...**, p. 347-349. Segundo o autor, a proteção poderia ser assegurada pela substituição das garantias, autorizada pelo juiz em caso de recusa do credor, visando a maximização dos ativos da empresa. Contudo, esse procedimento é legalmente previsto em poucos ordenamentos jurídicos.

⁸²⁰ **The Easy...**, p. 425-426.

⁸²¹ Conforme ensina Steven L. Schwarcz, a controvérsia sobre os efeitos nocivos dos créditos com garantia sobre os sem garantias iniciou-se quando estudiosos de *Law and Economics* aplicaram a clássica hipótese Modigliani-Miller aos empréstimos com garantia. Essa hipótese sustenta que, num universo perfeito, toda economia obtida por uma mudança em uma parte da estrutura de capital de uma empresa resultará numa compensação de custos a outras partes da estrutura de capital. Um corolário lógico dessa hipótese é que, num universo perfeito, as mudanças na estrutura de capital de uma empresa que beneficiem o devedor e determinados credores retiraria valor de outros credores. Aplicando a hipótese aos créditos com garantia, sustentaram os estudiosos que os credores sem garantia aumentariam suas taxas de juros em resposta à outorga de garantias a terceiros, já que a quantidade de bens a serem penhorados em eventual execução diminui, o que aumenta o risco do credor. Logo, as taxas menores dos empréstimos com garantia seriam compensadas pelas taxas dos empréstimos sem garantias. Posteriormente, esses estudiosos compreenderam que, fora de um universo perfeito, muitos credores não podem aumentar suas taxas de juros para compensar o aumento do risco (**The Easy...**, p. 429).

preexistentes (*priming lien*).⁸²² Em outros casos, essa garantia é estendida aos créditos anteriores ao procedimento concursal (*cross-collateralization*).⁸²³

A outorga de garantias é mais frequente nos casos em que o devedor é empresa varejista, porquanto a demanda por capital de giro e, fatalmente, por empréstimos, é maior. Destinados a financiar a atividade da empresa, os empréstimos são viabilizados pela grande quantidade de estoques e recebíveis desonerados que são oferecidos como garantia.⁸²⁴

Parte da doutrina⁸²⁵ aponta que a outorga de garantias pode conduzir à transferência de riqueza dos credores anteriores aos novos credores. Entretanto, alguns autores⁸²⁶ evidenciaram, a partir de estudo empírico, que não existiria tal efeito, de sorte que o impacto do financiamento às empresas em crise não se limita aos credores garantidos.

A despeito da divergência doutrinária apontada, cumpre investigar em que termos a outorga de garantias poderia ter lugar e quais mecanismos a lei brasileira fornece para aumentar a segurança desses negócios e incentivar a adoção dessa ferramenta em prol do soerguimento da empresa desde o início do processo até o cumprimento do plano de recuperação judicial.

O art. 66 da LRE restringe a liberdade de disposição do devedor em recuperação judicial ao vedar a alienação ou oneração de bens ou direitos de seu “ativo permanente” a partir da distribuição do pedido de recuperação judicial, salvo em caso de evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o comitê de credores.⁸²⁷ Passa-se a analisar as diversas nuances do dispositivo.

10.1 O art. 66 da LRE e a expressão “ativo permanente”

⁸²² Algumas pesquisas indicam elevado percentual (76%) financiamentos concedidos a empresas sob o *Chapter 11* conta com garantias que representam a totalidade dos ativos das empresas. A mesma pesquisa indica que em 65% dos casos analisados o novo empréstimo conferia ao credor prioridade sobre as garantias preexistentes (cf. AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. **Creditor Control**..., p. 6).

⁸²³ Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. **Debtor-in-Possession**..., p. 5.

⁸²⁴ Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. **Debtor-in-Possession**..., p. 6-7. Segundo a pesquisa realizada pelos autores, 38% dos empréstimos analisados foram garantidos por estoques e 52% foram garantidos por estoques e recebíveis.

⁸²⁵ Cf. BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy: further thoughts and reply to critics. **Cornell Law Review**, v. 82, 1997, p. 1279-1348.

⁸²⁶ Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. **Debtor-in-Possession**..., p. 9.

⁸²⁷ Em França, dependem de autorização do juiz comissário quaisquer atos de disposição estranhos à gestão corrente da empresa, bem como a constituição de hipotecas, penhores, gravames, assinatura de compromissos ou atos transacionais, sob pena de anulação mediante provocação por qualquer interessado ou pelo Ministério Público, dentro de três anos contados da conclusão do ato ou do pagamento do crédito (*Code de Commerce*, art. L622-7).

De maneira sintética, “ativo” pode ser definido como “o conjunto de bens, créditos e outros direitos titularizados pela sociedade”.⁸²⁸ Em direito societário, consiste em um grupo do balanço patrimonial representado pelos direitos da companhia, acrescidos de disponibilidades e gastos a amortizar.⁸²⁹

Antes da entrada em vigor da Lei n. 11.638/07, o art. 178, § 1º, da LSA dispunha que o ativo era dividido em três grupos, denominados ativo circulante, ativo realizável a longo prazo e ativo permanente, este último subdividido em investimentos, imobilizado e diferido.⁸³⁰ O ativo permanente englobava, pois, os bens não destinados à circulação, mas ao funcionamento das atividades da empresa, bem como os direitos exercidos com essa finalidade e os bens cuja perspectiva de permanência fosse para além do exercício social.⁸³¹

Com a entrada em vigor da Lei n. 11.638/07, o ativo permanente passou a contar com o grupo dos ativos intangíveis, que antes eram classificados em outros grupos então existentes e compreendem “os direitos que tenham por objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercidos com essa finalidade, inclusive o fundo de comércio adquirido.”⁸³²

Após a promulgação da Lei n. 11.941/09, o grupo ativo permanente foi extinto e criou-se o grupo denominado ativo não circulante, composto pelo ativo realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível, excluindo-se o grupo do ativo diferido,

⁸²⁸ Cf. PEREIRA, Alexandre Demetrius. **O Exercício...**, p. 587. Segundo discorre o autor, em contabilidade, para que um bem ou direito seja considerado como ativo, são necessários (a) exercício, sobre ele, da prerrogativa de proprietário ou assunção dos riscos a ele inerentes; (b) exclusão do direito de terceiros sobre parte ou a totalidade do bem ou direito; (c) representação ou capacidade de geração de benefícios financeiros futuros, mediante produção de outros bens, rendimentos ou troca por outros ativos; e (d) possibilidade de avaliação ou mensuração do bem ou direito em bases objetivamente razoáveis.

⁸²⁹ Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. 3 v., p. 691.

⁸³⁰ Segundo a redação do art. 179, em vigor até 2007, classificavam-se como:

- Investimentos: “as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade da companhia ou da empresa.”

- Ativo imobilizado: “os direitos que tenham por objeto bens destinados à manutenção das atividades da companhia e da empresa, ou exercidos com essa finalidade, inclusive os de propriedade industrial ou comercial.”

- Ativo diferido: “as aplicações de recursos em despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social, inclusive os juros pagos ou creditados aos acionistas durante o período que anteceder o início das operações sociais.”

⁸³¹ Nesse sentido, cf. FABRETTI, Láudio Camargo. **Contabilidade para Advogados**. São Paulo: Atlas, 2004, p. 96.

⁸³² Art. 179, inciso VI, LSA.

cujos bens ou direitos foram reclassificados como ativo imobilizado, intangível ou resultado do exercício, conforme o caso.

As alterações na legislação, contudo, não modificam a interpretação que deve ser dada à expressão “ativo permanente”, constante no art. 66 da LRE, de modo que, a rigor, será necessária a prévia autorização do juiz para alienação ou oneração dos bens ou direitos do hoje denominado “ativo não circulante” que sejam classificados nos grupos que compunham o ativo permanente até as alterações implementadas pela Lei n. 11.941/09, quais sejam, investimentos, imobilizado e intangível.⁸³³ Isso significa que a alienação ou oneração de ativos realizáveis a longo prazo,⁸³⁴ que hoje integram o grupo de ativos não circulantes, não necessita de prévia autorização do juiz.

Uma última observação: como a LRE não diferencia os bens do “ativo permanente” adquiridos antes da recuperação e os adquiridos após o pedido, se o novo crédito for garantido por bem integrante do “ativo permanente” que tenha sido adquirido com os próprios recursos do empréstimo, e desde que não haja no contrato características expropriatórias, como juros excessivamente elevados, o negócio deve ser anuído pelo comitê de credores e aprovado pelo magistrado, já que o bem posterior não foi financiado pelos credores anteriores à recuperação.⁸³⁵

10.2 Aprovação prévia do ato de alienação ou oneração pelo juiz e pelo comitê de credores – limites da discricionariedade

A submissão, ao juiz, do ato de alienação ou oneração de bens do “ativo permanente” procura evitar que o devedor dilapide seu patrimônio em prejuízo dos credores. Ao examinar a operação, o magistrado deve sopesar os ganhos de eficiência que ela trará, tendo em vista o cumprimento do plano e o impacto da redução patrimonial na

⁸³³ Na lição de Alexandre Demetrius Pereira, a rigor, a Lei n. 11.941/09 não promoveu mudança na essência do ativo ou de sua classificação, mas apenas na denominação adotada, de maneira que a jurisprudência e a legislação comercial e tributária ainda fazem diversas referências à expressão “ativo permanente”, incluindo o art. 66 da LRE, ora em comento (**O Exercício...**, p. 593 (nota)).

⁸³⁴ Os ativos realizáveis a longo prazo compreendem, na dicção do art. 179, inciso II, da LSA, “os direitos realizáveis após o término do exercício seguinte, assim como os derivados de vendas, adiantamentos ou empréstimos a sociedades coligadas ou controladas (artigo 243), diretores, acionistas ou participantes no lucro da companhia, que não constituírem negócios usuais na exploração do objeto da companhia.”

⁸³⁵ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 144.

capacidade de pagamento do devedor, sobre quem recai o ônus de demonstrar que o ato é útil à recuperação e potencialmente benéfico aos credores.⁸³⁶

Eduardo Secchi Munhoz⁸³⁷ aduz que a expressão “evidente utilidade”, contida no art. 66, deve ser interpretada à luz do interesse público que norteia o processo recuperacional, de sorte que o ato deve ser autorizado sempre que contribua para a reorganização da empresa e para a manutenção da fonte produtiva.

Para Deborah Kirschbaum,⁸³⁸ a expressão deve ser tomada pelo juiz conforme a pretensa destinação dos recursos, informada de modo pormenorizado pelo devedor, para restar claro que as condições de crédito obtidas foram as melhores disponíveis no mercado, evitando-se, ainda, a possível expropriação dos credores concursais.

Paulo Fernando Campos Salles de Toledo,⁸³⁹ em comentário às hipóteses previstas no art. 27, inciso II, alínea “c”, da LRE, nas quais se incluem a alienação de bens do ativo permanente e a constituição de garantias, entende se tratar de medidas excepcionais, por sua natureza, e urgentes, pela situação de crise da empresa, cabendo ao juiz autorizá-las se presentes os pressupostos da utilidade e necessidade.

Quanto à prévia manifestação do comitê de credores acerca da operação, Jorge Lobo⁸⁴⁰ advoga que, caso esse órgão não tenha sido constituído, o magistrado deve intimar o administrador judicial e conceder vistas ao Ministério Público para que ambos se manifestem. Sustenta também que somente em caráter excepcional e na ausência do comitê de credores o juiz nomeará perito judicial para emitir parecer ou convocará assembleia geral de credores a fim de deliberar a respeito da matéria, sob pena de violação do princípio da celeridade.⁸⁴¹

Por outro lado, Eduardo Secchi Munhoz⁸⁴² aduz que, sob o prisma da proteção dos credores, a matéria relativa à alienação ou oneração de bens do ativo permanente deveria ser objeto de apreciação pelo comitê de credores e não pelo juiz, já que aquele órgão representa o interesse conjunto dos credores. Baseada em premissas semelhantes, Deborah

⁸³⁶ Cf. FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. **Comentários...**, p. 451.

⁸³⁷ **Comentários...**, p. 316.

⁸³⁸ **A Recuperação...**, p. 148-149.

⁸³⁹ **Comentários à Lei...**, p. 131.

⁸⁴⁰ **Comentários à Lei...**, p. 248.

⁸⁴¹ Entendendo ser suficiente a oitiva do administrador judicial: “[r]ecuperação Judicial - Alienação de parte do ativo permanente - Admissibilidade, na espécie - Operação destinada ao pagamento de créditos trabalhistas, conforme previsto no plano de recuperação - Providência que contou com a concordância do administrador judicial - Ausência de comitê de credores - Aplicabilidade do art 28 da lei nº 11.101/2005 - recurso conhecido mas improvido.” (TJSP. AI 617.020-4/0-00. CEF RJ. Relator: Des. Elliot Akel. j. 04 mar. 2009. DJ 19 mar. 2009).

⁸⁴² **Comentários...**, p. 317.

Kirschbaum⁸⁴³ advoga que, na prática, faz mais sentido que a decisão do magistrado esteja em consonância com a opinião do comitê de credores, desde que tal opinião esteja bem informada e que o órgão efetivamente represente a composição dos grupos de credores. Ao contrariar a opinião do comitê, o juiz promove uma tutela indesejada àqueles a quem deveria assistir e gera dúvidas aos credores quanto à viabilidade da recuperanda.

Ressalte-se que, na hipótese de afastamento do devedor da administração da empresa, os atos de alienação ou oneração de bens, tal como os atos de endividamento, serão submetidos ao juiz pelo comitê de credores, nos termos do mencionado art. 27, inciso II, alínea “c”, ou, na falta do comitê, pelo administrador judicial. Aplicam-se aqui os comentários tecidos ao dispositivo em 6.2 *supra*.

Outrossim, em se tratando de bens ou direitos sobre os quais incide garantia real, a operação dependerá, além de prévia autorização judicial, da anuência do credor titular da respectiva garantia, por força do disposto no art. 50, § 1º, da LRE, que trata da supressão ou substituição da garantia.⁸⁴⁴ Todavia, parte da doutrina⁸⁴⁵ sustenta que esse direito de veto do credor com garantia real não deve ser absoluto e será considerado abusivo, implicando a desconsideração de seus efeitos, se o devedor puder oferecer ao credor original outro bem capaz de substituir aquele que passará a garantir o novo crédito, cabendo ao devedor o ônus de demonstrar se a nova garantia possui valor suficiente para tanto. A hipótese é, na nossa visão, meramente acadêmica, pois (a) dificilmente haverá bens do “ativo permanente” livres e fungíveis entre si e (b) se é possível demonstrar a fungibilidade das garantias, desnecessária será a substituição de uma pela outra. Qualquer diferenciação que se possa estabelecer entre os bens ensejará motivo para que o credor recuse a substituição.⁸⁴⁶

⁸⁴³ **A Recuperação...**, p. 133.

⁸⁴⁴ Nesse sentido, cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Comentários...**, p. 316; e KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 160. Para a jurista, a norma do art. 50, § 1º, cumpre três funções: “(i) a função financeira de procurar preservar o valor da devedora (da empresa como um todo e não apenas o valor do bem gravado, como se ele devesse ser integralmente canalizado para satisfação do crédito garantido); (ii) preservar a posição relativa do credor com garantia real, em caso de convalidação da recuperação judicial em falência; (iii) precipitar a aproximação e compartilhamento de informações entre devedora, financiador potencial e credores, algo que é sempre benéfico, até para antecipar a formação do processo decisório a respeito do plano de recuperação.”

⁸⁴⁵ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 161-162. A autora afasta a ideia de que um bem de valor muito superior ao crédito garantido poderia garantir novos créditos, pois, no direito brasileiro, não há previsão para o “rebaixamento” do crédito anterior ao pedido de recuperação face à constituição de novo crédito.

⁸⁴⁶ À guisa de exemplo, um credor garantido por penhor de açúcar dificilmente aceitará que sua garantia seja substituída por penhor de álcool em quantidade tal que se equivalha, em valor, àquela primeira mercadoria, pois são produtos distintos, comercializados em mercados diversos e sujeitos a diferentes oscilações de preço. Em se tratando de bens imóveis inicialmente avaliados pelo mesmo preço, o que já

A proteção conferida ao credor pelo art. 50, § 1º, afigura-se mais formal do que substancial.⁸⁴⁷ Com efeito, na ocasião em que o devedor em crise falir por falta de novos recursos ou por qualquer outro motivo, terão prioridade de pagamento, em relação ao crédito garantido, todos os demais créditos extraconcursais arrolados no art. 84 da LRE, além das restituições em dinheiro (art. 86), antecipação de despesas indispensáveis à administração da falência (art. 150) e os créditos trabalhistas de natureza estritamente salarial (art. 151). Não serão raros os casos em que esses créditos e despesas consomem totalmente o produto da alienação do bem dado em garantia.⁸⁴⁸

Destoando em certa medida da lei brasileira, a Recomendação n. 66 do *Legislative Guide on Insolvency Law* da UNCITRAL⁸⁴⁹ aduz ser possível a oneração de bem que já é objeto de garantia a outro credor. Todavia, o crédito posterior não teria prioridade sobre qualquer crédito preexistente garantido pelo mesmo bem, exceto se houver concordância do credor precedente ou se observados os procedimentos indicados na Recomendação n. 67.⁸⁵⁰

Ainda, observa-se que parte da doutrina⁸⁵¹ propugna que a LRE não deveria restringir a prévia autorização do juiz apenas aos negócios envolvendo bens ou direitos do “ativo permanente”, porquanto existiriam outros bens e direitos fora dessa classe cuja alienação ou oneração seria potencialmente prejudicial aos credores, tal como o penhor ou cessão de recebíveis futuros da empresa, a depender de sua natureza e situação econômica. Retornaremos ao assunto, mas sob outro prisma, em 11.1.3.

Inspirada nessa posição, Deborah Kirschbaum⁸⁵² sustenta que a LRE deveria estipular que as operações de financiamento às empresas em recuperação judicial fossem submetidas ao comitê de credores e ao juiz apenas nas seguintes hipóteses: (a) financiamento destinado a custear operações fora do curso normal dos negócios; ou (b) em

será raro, pode haver outros critérios de diferenciação, tais como localização, conservação, destinação e assim por diante.

⁸⁴⁷ Quando muito, poder-se-á encontrar utilidade no dispositivo para as situações nas quais haja descumprimento da obrigação assumida no plano, mas que se divide em prestações cujo vencimento ultrapassa o término da recuperação judicial. Durante este período, o inadimplemento acarreta a falência do devedor. Encerrada a recuperação, há execução específica de título judicial, com a possibilidade de excussão do bem onerado.

⁸⁴⁸ Na mesma esteira, cf. AZAR, Ziad Raymond. *Bankruptcy policy...*, p. 349-350.

⁸⁴⁹ *Legislative Guide...*, p. 119.

⁸⁵⁰ Pela Recomendação n. 67, seria possível ao juiz autorizar que o crédito posterior tenha prioridade sobre crédito já garantido pelo mesmo bem, ainda que não haja a concordância do credor precedente, desde que determinadas condições sejam satisfeitas, dentre as quais: (a) o credor precedente tenha tido a oportunidade de ser ouvido pelo juiz; (b) o devedor possa provar que não pode obter financiamento de outro modo; e (c) os interesses do credor precedente sejam protegidos, ou, em outras palavras, que o valor da garantia seja sempre suficiente para pagar o crédito anterior.

⁸⁵¹ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Comentários...*, p. 316.

⁸⁵² *A Recuperação...*, p. 134.

qualquer caso de oneração de ativos da empresa adquiridos antes da recuperação judicial, ainda que não sejam classificados como ativo permanente.

Essa proposta, bem como a solução adotada pelo art. 66, embora de reconhecida e louvável prudência, apresenta um grave inconveniente quando analisada sob a atual realidade brasileira.

São notórias as dificuldades estruturais do Poder Judiciário pátrio, não obstante as diversas iniciativas legais e administrativas em prol do aumento da eficiência da prestação jurisdicional. Por outro lado, a situação de crise da empresa não se coaduna com o quadro jurídico-institucional que se faz presente, e clama por soluções mais tempestivas, sob pena inviabilização do negócio e deterioração do valor dos ativos, com perdas para toda a sociedade. Nesse sentido, exigir que o devedor em recuperação judicial submeta ao juiz e ao comitê a oneração de ativos para garantia de novos financiamentos pode atrasar a liberação de recursos urgentes, na medida em que a manifestação desses órgãos pode demorar semanas, quiçá meses. Desse modo, ainda que haja um interesse público no destino que se dá a esses bens, é certo que interesse maior reside na necessidade de se preservar a empresa viável. Não bastasse isso, a operação inevitavelmente passaria pelo crivo do administrador judicial e do comitê de credores,⁸⁵³ que poderiam identificar eventuais irregularidades e acionar o juízo para que fossem tomadas as medidas pertinentes, que vão desde a anulação do negócio ao afastamento dos administradores. Logo, a fim de dinamizar a obtenção de novos financiamentos, a análise da utilidade, conveniência e legalidade da outorga da garantia deveria ser realizada *ex post*.

10.3 Consequências da inobservância do disposto no art. 66

Cabe investigar, ademais, quais as consequências acarretadas para os negócios realizados sem a observância dos requisitos do art. 66, especialmente no que se refere ao prévio reconhecimento da utilidade pelo juiz.

⁸⁵³ Isso sem falar da necessidade de aprovação pelo conselho de administração, no caso das sociedades anônimas que possuem tal órgão, salvo disposição em contrário no estatuto social (art. 141, inciso VIII, LSA).

Parte da doutrina⁸⁵⁴ defende que a consequência para a realização desses atos sem a prévia autorização judicial é a nulidade, com base no art. 166, inciso VII, do Código Civil, pelo qual se considera nulo o negócio jurídico quando a lei taxativamente o declarar, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção.

Acerca do tema, importa lembrar o que dizia a antiga lei de falências. O art. 149, parágrafo único, do Decreto-lei n. 7.661/45, previa que, enquanto não cumprida a concordata, a consequência para a realização dos atos de alienação ou oneração de bens imóveis, ou outros bens sujeitos a cláusulas da concordata,⁸⁵⁵ sem prévia autorização do juiz, ouvido o Ministério Público, era a ineficácia do ato. Porém, o parágrafo único ressaltava que a ineficácia somente teria lugar se a concordata fosse rescindida, com o consequente decreto de falência.⁸⁵⁶

Rubens Requião,⁸⁵⁷ ao tratar da hipótese prevista no diploma anterior, entendia que a inobservância dos requisitos para a realização daqueles atos importava em falência da empresa, embora não houvesse previsão expressa no art. 150 do Decreto-lei n. 7.661/45. No contexto da LRE, a mesma ideia é defendida por Fábio Ulhoa Coelho,⁸⁵⁸ para quem o desatendimento dos requisitos contidos no art. 66 representa descumprimento de obrigação legal e, portanto, implica convolação do processo de recuperação em falência. Ressalte-se, porém, que a hipótese não está contida no rol previsto no art. 73 da LRE, que disciplina os casos de convolação da recuperação judicial em falência, nem especificamente nos casos referidos no art. 94, pelos quais pode ser decretada a falência do devedor.

Já o art. 74 da LRE dispõe que, em caso de convolação da recuperação judicial em falência, “os atos de administração, endividamento, oneração ou alienação praticados durante a recuperação judicial presumem-se válidos, *desde que realizados na forma desta Lei*”⁸⁵⁹ (grifo nosso). Portanto, a rigor, se os atos de alienação ou oneração de bens do ativo permanente estiverem em desacordo com os requisitos do art. 66, não há convolação em

⁸⁵⁴ Cf. FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. **Comentários...**, p. 452.

⁸⁵⁵ E, ainda, a alienação ou transferência do estabelecimento era vedada sem o consentimento expresso dos credores sujeitos à concordata.

⁸⁵⁶ Conforme hipóteses do art. 150 do Decreto-lei n. 7.661/45.

⁸⁵⁷ **Curso de direito falimentar**. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 1995, 2 v., p. 38.

⁸⁵⁸ **Comentários...**, p. 260.

⁸⁵⁹ A doutrina assevera que tal presunção é relativa e que o ato pode ser anulado se caracterizada a fraude (cf. nesse sentido, ABRÃO, Carlos Henrique. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; _____. (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 285-286; e CAMPINHO, Sérgio. **Falência...**, p. 183).

falência, mas, se esta for decretada por algum outro motivo, em princípio, o ato será invalidado independentemente da comprovação de dolo ou culpa.⁸⁶⁰

Todavia, pode ser que a alienação ou oneração do bem tenha se mostrado não somente útil, mas imperativa para a manutenção das atividades da empresa no curto prazo ou para que se vislumbresse uma eventual viabilidade do plano de recuperação. Em muitos casos, a empresa pode necessitar de recursos imediatos, seja para pagar fornecedores e trabalhadores, seja para realizar manutenção de equipamentos sem os quais o exercício da atividade ficaria seriamente comprometido. Dessa feita, a obtenção de empréstimos com tal finalidade, mediante a conferência de bens do “ativo permanente” sem a prévia autorização judicial não seria invalidada em caso de falência, pois a operação teria sido realizada com o fim de preservar a empresa e no melhor interesse dos credores. Evidentemente, o ato seria invalidado se restasse demonstrado que sua celebração foi pautada por fraude ou se era absolutamente desnecessária para a manutenção do negócio naquele momento. Na prática, não se dispensa o exame da “utilidade” do ato, previsto no art. 66, pois ela poderá ser aferida pelo juiz quando da convolação da recuperação judicial em falência ou caso algum credor, o administrador judicial ou o Ministério Público se manifestem contrariamente à operação. Com esse entendimento, a adoção das medidas necessárias e urgentes para a conservação da empresa são facilitadas e estimuladas.

10.4 Alienação ou oneração de bens relacionados no plano de recuperação judicial

A regra geral do art. 66 da LRE para a alienação de bens ou direitos do “ativo permanente” do devedor em recuperação judicial é que o negócio seja previamente submetido ao juiz, ouvido o comitê de credores. A exceção à regra está na parte final do dispositivo e se refere aos bens e direitos “previamente relacionados no plano de recuperação judicial”. Quanto a essa passagem, cabem inicialmente algumas observações.

⁸⁶⁰ Ressalte-se que o art. 129, inciso III, da LRE, prevê a ineficácia da constituição de garantias reais dentro do termo legal. Entretanto, a lei não proíbe que o devedor outorgue garantias em contrapartida a financiamentos destinados à superação da crise, seja suprimindo a falta de capital de giro ou para construir os alicerces para o cumprimento do plano de recuperação. Proíbe-se a constituição de garantias reais em favor de créditos previamente existentes, em prejuízo dos demais credores que passarão a ocupar nível hierárquico inferior na ordem de pagamentos na falência (cf. THEODORO JÚNIOR, Humberto; FARIAS, Juliana Cordeiro de. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 921-922).

A primeira trata do fato aparentemente óbvio de que o plano deve conter autorização expressa para que o devedor aliene ou onere determinados bens e direitos que forem devidamente indicados, além de mencionar a finalidade da operação (v.g., se para capital de giro ou para substituição de maquinário obsoleto). Ademais, não se deve permitir que o devedor aliene ou onere bens ou direitos fora das condições de mercado, por exemplo, a preço muito menor do que os normalmente praticados, salvo se expressamente aprovado pelos credores, seja no plano ou posteriormente, em assembleia.

Para se aferir o valor do bem ou direito, deve-se, em princípio, tomar por base o laudo de avaliação apresentado juntamente com o plano, nos termos do art. 53, inciso III, da LRE. Entretanto, nada impediria que algum credor apresentasse outro laudo de avaliação que, após ser submetido ao crivo da assembleia de credores, fosse utilizado como parâmetro de valor dos bens e direitos a serem alienados ou onerados.

No que tange à outorga de bens ou direitos do ativo permanente como garantia à tomada de empréstimos, em tese, não configuraria fraude ou abuso o só fato de o valor captado ser inferior ao valor do bem. Ao contrário, é comum que os credores, em especial as instituições financeiras, exijam como garantia bem cujo valor seja suficiente ao pagamento do principal, acrescido de juros e demais encargos. Porém, seria questionável a outorga de garantia contra a obtenção de recursos que equivalham a um ínfimo percentual do valor de avaliação do bem.

Vale frisar também que, embora as condições para alienar ou onerar os bens ou direitos devam estar contidas no plano, é natural que elas sejam periodicamente revistas de acordo com as alterações na conjuntura dentro da qual foram avaliadas. Desse modo, o plano poderia prever a necessária reavaliação dos bens ou direitos se o negócio ocorrer após determinado tempo, ou então poderia ser convocada assembleia geral de credores para deliberar sobre a modificação das condições de alienação ou oneração do bem.

Sem embargo, seria defensável que o plano contivesse apenas autorização genérica para que o devedor possa, durante o prazo de recuperação judicial, alienar ou onerar ativos, o que em tese lhe permitiria maior flexibilidade de negociação. Contudo, tais atos podem ser objeto de questionamento pelos credores, se realizados fora das condições de mercado, em prejuízo da empresa ou se beneficiarem apenas um credor ou grupo de credores em detrimento dos demais. Isso sem falar do risco de ação revocatória, pois se poderia

entender que o ato não foi realizado na forma definida no plano de recuperação judicial, não se aplicando, portanto, a escusa do art. 131 da LRE.⁸⁶¹

A segunda observação quanto à parte final do art. 66 remete à aparente contradição do legislador ao elaborar o dispositivo em análise, na medida em que confere ao juiz, ouvido o comitê de credores, a decisão acerca da alienação ou oneração de bens ou direitos do ativo permanente, porém permite a livre realização dessas operações quando previstas no plano, ou seja, se deliberadas e aprovadas pelos credores. Ora, por que razão a competência para autorizar a alienação de bens ou direitos do ativo permanente do devedor transita entre credores e juiz?

A questão pode ser respondida se o artigo em comento for interpretado conforme o estágio em que se encontra o processo de recuperação judicial. Da distribuição do pedido até a assembleia que deliberar sobre plano, é provável que o devedor necessite vender parte de seu ativo permanente para “fazer caixa” e manter suas atividades. Entretanto, a convocação de uma assembleia de credores para deliberar a respeito vai de encontro à urgência que requer o negócio, além do inconveniente gerado pelos eventuais custos de convocação e instalação da assembleia. Assim, justifica-se que, no início do processo de recuperação, a operação passe pelo crivo do juiz, embora pareça mais razoável a posição admitida por Eduardo Secchi Munhoz e mencionada acima, na qual tal aprovação deveria competir ao comitê de credores (e, supletivamente, ao administrador judicial).⁸⁶² Da deliberação sobre o plano em diante, a operação, se não estiver nele prevista, deverá ser apreciada pelos credores em nova assembleia, pois é no plano de recuperação que devedor e credores acordam todos os seus direitos e obrigações, na premissa de que é mais conveniente, no caso concreto e sob o ponto de vista econômico, aprovar a recuperação da empresa ao invés de levá-la à falência, premissa essa que fica abalada com a venda de bens do “ativo permanente”, comprometendo a capacidade de cumprimento do plano aprovado.⁸⁶³

⁸⁶¹ “Art. 131. Nenhum dos atos referidos nos incisos I a III e VI do art. 129 desta Lei que tenham sido previstos e realizados na forma definida no plano de recuperação judicial será declarado ineficaz ou revogado.” Pela necessidade de indicação expressa, no plano de recuperação judicial, dos bens a serem alienados, bem como da destinação a ser conferida aos recursos captados com a venda, TJSP. AI 0264287-08.2011.8.26.0000. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Relator: Des. Pereira Calças. j. 31 jul. 2012. DJ 31 jul. 2012.

⁸⁶² Não obstante, continua válida a tese acima defendida de que o exame da “utilidade” do ato pode acontecer após sua consumação, mediante provocação por algum credor, pelo administrador judicial ou o Ministério Público, o que dispensaria sua prévia aprovação.

⁸⁶³ A competência da assembleia geral para autorizar a oneração de bens após a aprovação do plano de recuperação, quando implicar alteração deste, já foi reconhecida pelo TJSP, nos seguintes termos: “[r]ecuperação judicial. Autorização para oneração de bens móveis como garantia de empréstimo.

10.4.1 Alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas prevista no plano de recuperação judicial

Em consonância com o art. 66, a LRE, em seu art. 60, prevê a possibilidade de o plano de recuperação judicial conter a alienação de “filiais ou unidades produtivas isoladas”, realizada judicialmente de acordo com alguma das modalidades previstas no art. 142, a saber: leilão por lances orais, propostas fechadas e pregão. O parágrafo único do art. 60 dispõe que o objeto alienado estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária. A norma reflete o conteúdo do art. 133 do Código Tributário Nacional, com redação dada pela Lei Complementar n. 118/05, que isenta o adquirente de “fundo de comércio ou estabelecimento comercial, industrial ou profissional” da sucessão, integral ou subsidiária, dos tributos devidos pelo alienante, quando se tratar de alienação judicial em processo de falência ou de filial ou unidade produtiva isolada em processo de recuperação judicial.

A primeira observação a ser feita diz respeito ao conceito de “filiais ou unidades produtivas isoladas”. Alguns doutrinadores⁸⁶⁴ afirmam que “unidade produtiva isolada” não é um conceito jurídico, mas econômico, depreendendo-se da LRE que se trata de uma filial como um todo ou, para a maior parte da doutrina,⁸⁶⁵ do estabelecimento. Entretanto, há decisões no sentido de ampliar o conceito de unidade produtiva isolada, estendendo-o para bens imóveis.⁸⁶⁶ Acerca do tema, não foi feliz o legislador ao restringir a chamada

Quorum necessário para aprovação, em assembléia geral de credores. Inteligência do art. 42 da Lei nº 11.101/05. Na recuperação judicial, como regra basta a aprovação dos credores representativos de mais da metade dos créditos presentes à assembléia geral para aprovação de qualquer proposta, independentemente da classe a que pertençam, exceto para as deliberações sobre o plano de recuperação judicial e composição do Comitê de Credores.” (TJSP. AI 0298562-17.2010.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Boris Kauffmann. j. 01 mar. 2011. DJ 15 mar. 2011). Em sentido contrário, defendendo que a outorga de hipoteca não prevista no plano aprovado depende de aprovação pelo juiz, ouvido o comitê de credores, cf. CARVALHO, Fagner dos Santos. A garantia hipotecária na recuperação judicial. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 jul. 2010. Legislação & Tributos, p. E2.

⁸⁶⁴ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 300.

⁸⁶⁵ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Comentários...**, p. 298-299; e COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários...**, p. 250/481.

⁸⁶⁶ TJSP. AI 624.330-4/0-00. CEF RJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 05 maio 2009. DJ 20 maio 2009. Tal como relatado: “[a]tento ao princípio da preservação a empresa, postulado de maior densidade que informa a Lei nº 11.101/2005, estou convencido que, mesmo considerando-se que as glebas a serem alienadas por hasta pública, em cumprimento ao plano aprovado pelo conclave assemblear, integram área maior a ser objeto de desmembramento, não se entrevê qualquer obstáculo ao reconhecimento de que a venda parcial das Glebas ‘A’, ‘B’, ‘C’, ‘D’, ‘E’ e ‘F’, indicadas na planta de fls. 693, possa ser feita com

“blindagem” sucessória às filiais ou unidades produtivas isoladas. Não raro, a empresa em recuperação dispõe unicamente de terrenos, máquinas e alguns bens móveis de valor para alienar ou oferecer em garantia, visando conferir a liquidez necessária às suas atividades ou assegurar o cumprimento do plano de recuperação. Por isso, melhor seria que a LRE expressamente previsse a ausência de sucessão aos adquirentes de bens imóveis ou móveis de valor considerável, o que não afasta, como visto, a interpretação extensiva do conceito de unidade produtiva isolada, desde que não haja outra forma de obter recursos ou assegurar o cumprimento do plano.

Contudo, *de lege lata*, ao menos os créditos tributários relativos a impostos cujo fato gerador seja a propriedade, o domínio útil ou a posse de bens imóveis, e também os relativos a taxas pela prestação de serviços referentes a tais bens, ou a contribuições de melhoria, sub-rogam-se na pessoa do respectivo adquirente, salvo quando conste do título a prova de sua quitação. No caso de arrematação em hasta pública, a sub-rogação ocorre sobre o respectivo preço.⁸⁶⁷ Em se tratando de bens móveis, também responde o adquirente, nos termos da lei, pelos tributos relativos aos bens adquiridos.⁸⁶⁸

Em segundo lugar, ainda no que se refere à sucessão tributária, poder-se-ia cogitar da sua existência com fulcro no art. 133 do Código Tributário Nacional, na medida em que o bem onerado seja adjudicado ao credor ou alienado, judicial ou extrajudicialmente, para pagar a dívida, de acordo com a natureza da garantia outorgada. Contudo, a modificação introduzida no artigo em tela torna efetivo o princípio da preservação da empresa,⁸⁶⁹ para não frustrar os objetivos expressos da LRE.⁸⁷⁰ Assim, na hipótese de execução das garantias outorgadas àquele que se dispôs a abrir crédito e contribuir para a recuperação da empresa, o adquirente também estará isento da sucessão fundada no dispositivo aludido, mesmo quando se tratar de alienação extrajudicial. Por outro lado, a norma do Código Tributário Nacional fala na sucessão apenas em caso de alienação de “fundo de comércio

a expressa supressão da sucessão do eventual arrematante em relação a qualquer ônus incidente sobre o imóvel, inclusive no que concerne às obrigações de natureza tributária, às derivadas da legislação trabalhista e àquelas decorrentes de acidentes de trabalho.”

⁸⁶⁷ Art. 130, *caput* e parágrafo único, Código Tributário Nacional.

⁸⁶⁸ Art. 131, Código Tributário Nacional.

⁸⁶⁹ Cf. DERZI, Misabel de Abreu M.; FRATTARI, Raphael. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1339.

⁸⁷⁰ Cf. CORAZZA, Edison Aurélio. Sucessão, Crédito Tributário e a Nova Lei de Recuperação Financeira de Empresas e de Falências. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 359-360.

ou estabelecimento”,⁸⁷¹⁻⁸⁷² conceitos esses que, como vimos, correspondem ao de unidade produtiva isolada, a qual pode ser vendida na recuperação judicial sem sucessão. Caso porventura se entenda que a sucessão compreende não apenas a alienação do estabelecimento, mas inclui bens isoladamente considerados, inclusive créditos cedidos fiduciariamente, a recíproca seria aplicável, de maneira que tais bens, se alienados no bojo da recuperação judicial, também estariam livres de dívidas tributárias fundadas no art. 133, ora referido.⁸⁷³

Uma terceira observação consiste na eventual sucessão do adquirente dos bens quanto aos débitos trabalhistas. Respeitável doutrina⁸⁷⁴ propugna existir tal sucessão, pois a LRE não exclui expressamente esses débitos, como fez no art. 141, inciso II, ao tratar da alienação dos ativos da massa falida. Em sentido contrário, outros juristas⁸⁷⁵ defendem que não há sucessão alguma na alienação de filiais ou unidades produtivas isoladas porque (a) tal medida atrai potenciais adquirentes e viabiliza a recuperação; (b) a interpretação literal do artigo faz referência às “obrigações do devedor” sem excluir qualquer crédito, de modo que a referência aos créditos tributários é exemplificativa; e (c) os créditos trabalhistas estão abrangidos no plano de recuperação e são beneficiados pelo pagamento em até um ano, tal como prevê o art. 54. Essa posição nos parece mais acertada e conforme os objetivos da LRE.⁸⁷⁶

Em quarto lugar, o art. 60, parágrafo único, remete à norma contida no § 1º do art. 141, segundo a qual a ausência de sucessão não se aplica caso o arrematante seja (a) sócio da sociedade falida ou sociedade controlada pelo falido; (b) parente, em linha reta ou colateral até o quarto grau, consanguíneo ou afim, do falido ou de sócio da sociedade falida; ou (c) identificado como agente do falido com o objetivo de fraudar a sucessão. Essa previsão afasta os investidores em *equity* e os financiadores da empresa em

⁸⁷¹ Equiparando os conceitos de fundo de comércio e estabelecimento, cf. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **A preservação da empresa...**, p. 524.

⁸⁷² Pela aplicação restrita da sucessão prevista no art. 133 do Código Tributário Nacional à aquisição de fundo de comércio ou estabelecimento, cf. STJ. REsp 768.499/RJ. 2ª Turma. Relator: Min. Humberto Martins. j. 03 maio 2007. DJ 15 maio 2007; e STJ. AgRg no REsp 1.167.262/RS. 1ª Turma. Relator: Min. Luiz Fux. j. 26 out. 2010. DJ 17 nov. 2010.

⁸⁷³ Tal assertiva é referendada pelo art. 50, inciso XI, da LRE, que arrola entre os meios de recuperação judicial a venda parcial dos bens do devedor.

⁸⁷⁴ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 169-170.

⁸⁷⁵ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Comentários...**, p. 299; e COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários...**, p. 250-251.

⁸⁷⁶ No julgamento da ADI n. 3.934/DF, o Min. Relator Ricardo Lewandowski reconheceu que os arts. 60 e 141, inciso II, afiguram-se constitucionais ao estabelecerem a inoccorrência de sucessão dos créditos trabalhistas, por ter o legislador ordinário optado por dar concreção a valores como a livre iniciativa e a função social da propriedade em detrimento de outros valores igualmente importantes (STF. ADI n. 3.934/DF. Pleno. Relator: Min. Ricardo Lewandowski. j. 27 maio 2009. DJe 05 nov. 2009).

recuperação judicial que aceitaram converter seus créditos em participação societária. Caso pretendam, num segundo momento, adquirir “filiais ou unidades produtivas isoladas”, encontrarão mais esse desincentivo legal.

Finalmente, a LRE não determina que os planos de recuperação prevejam o destino que será dado aos recursos arrecadados com a alienação dos bens. Caso houvesse uma necessária vinculação desses valores ao pagamento dos credores, preexistentes e extraconcursais, ou à manutenção das operações da empresa, certamente a prática teria mais legitimidade e poderia ser realizada com um maior grau de certeza e segurança. Contudo, nada impede que as partes espontaneamente acordem, no próprio plano, o destino que será dado a esses valores. Ao contrário, isso é o mais recomendável.

10.5 A exigência de certidões negativas para constituição de garantias e alienação de bens imóveis

Um aspecto relevante da outorga de bens em garantia como contrapartida à obtenção de financiamentos se refere à exigência de apresentação de certidões negativas de débitos tributários.

O art. 57 da LRE sujeita a homologação do plano aprovado ou não objetado pelos credores à apresentação das certidões negativas de débitos tributários. Conforme defende a vasta maioria da doutrina,⁸⁷⁷ tal exigência pode inviabilizar a recuperação de inúmeras empresas, haja vista que a realidade mostra que as dívidas fiscais correspondem a elevado percentual dos débitos da empresa e o pagamento delas é o primeiro a ser suspenso, pois, se o empresário deixa de pagar seus fornecedores e credores financeiros, pode cessar imediatamente suas atividades.⁸⁷⁸ A jurisprudência vem desconsiderando essa norma ao homologar os planos de recuperação judicial, com o fundamento de que ainda não existe lei que disciplina o parcelamento dos débitos tributários das empresas em recuperação,

⁸⁷⁷ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 165; GUIMARÃES, Márcio. **Comentários...**, p. 395; e MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Comentários...**, p. 284.

⁸⁷⁸ Cf. ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. **A nova Lei...**, p. 217-218. Os autores explicam que o efeito resultante não é apenas a impossibilidade de obter as certidões, mas também a redução das portas de entrada do crédito: “[c]redores tendem a reduzir ainda mais o crédito para firmas que apresentam algum sinal de dificuldades financeiras, dado que a taxa de recuperação da dívida é muito baixa. Tais firmas tendem, então, a se financiar com o atraso no pagamento dos impostos, e como estes têm prioridade sobre os credores, o aumento da dívida fiscal os assusta ainda mais e assim por diante, colapsando o crédito para muitas firmas com problemas financeiros e conseqüentemente dificultando sua sobrevivência.”

impossibilitando a eficácia do dispositivo legal, além do que a interpretação *contrario sensu* não se coadunaria com os objetivos pretendidos pelo legislador na LRE, particularmente o de viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor.⁸⁷⁹

O mesmo fundamento se aplicaria à hipótese de alienação ou oneração de bens do devedor, quando essencial à manutenção de suas atividades até a aprovação do plano ou se neste prevista, como meio de superação da crise, conforme preconiza o art. 50, incisos VII, XI e XVI, da LRE.⁸⁸⁰ Em se tratando de negócios cuja validade dependa de forma prescrita em lei, dificilmente a empresa em crise poderá apresentar as certidões exigidas quando do registro no respectivo ofício.⁸⁸¹

Nesse sentido, a doutrina já asseverou⁸⁸² que, se o juiz da recuperação é responsável por afastar a sucessão tributária e mesmo trabalhista, igualmente poderá autorizar a venda de um imóvel para pagar credores e manter sua atividade, sem apresentação das certidões negativas de débito.⁸⁸³ Pela mesma razão, é plenamente cabível a dispensa de apresentação das certidões para a outorga de garantias a empréstimos concedidos à empresa em recuperação judicial.

⁸⁷⁹ “Recuperação judicial – Certidões negativas de débitos tributários (Art. 57 da Lei 11.101/05) – Inadmissibilidade – Exigência abusiva e inócua – Meio coercitivo de cobrança – Necessidade de se aguardar, para o cumprimento do disposto no art. 57, a legislação específica a que faz referência o art. 68 da Nova Lei, a respeito de parcelamento de crédito da Fazenda Pública e do INSS - Dispensa da juntada de tais certidões - Agravo de instrumento provido.” (TJSP. AI 9044730-36.2006.8.26.0000. CEFRJ. Relator: Des. Romeu Ricupero. j. 08 nov. 2006. DJ 22 nov. 2006).

⁸⁸⁰ Nesse sentido: “[...] A alienação em hasta pública de glebas parciais integrantes de imóvel maior da devedora, dispensa a apresentação de certidões negativas fiscais, uma vez que o adquirente não é sucessor de ônus de qualquer natureza que recaia sobre o imóvel, inclusive os derivados de obrigações trabalhistas ou tributárias. Aplicação do art. 61 [sic], parágrafo único e 141, II, da LRF. Agravo parcialmente provido.” (TJSP. AI 624.330-4/0-00. CEFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 05 maio 2009. DJ 20 maio 2009).

⁸⁸¹ Essa exigência já foi julgada inconstitucional na ADI n. 173/DF, bem como determinadas normas que condicionavam a prática de atos da vida civil e empresarial à quitação de débitos tributários.

⁸⁸² Cf. MANDEL, Julio Kahan. Certidões Negativas Fiscais: polêmicas em face da recuperação judicial de empresas. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, set. 2009, p. 90.

⁸⁸³ Recentemente, o TJSP adotou entendimento diverso. De acordo com o voto do Relator na ocasião, “a necessidade de apresentação de certidões negativas de débitos para a lavratura de escritura pública de alienação de imóvel advém de expressa disposição legal (art. 47, I, b, Lei nº 8.212/91), não cabendo ao Judiciário dispensá-la. Primeiramente, porque, conforme bem ressaltado pelo juízo a quo, o pedido da recorrente não encontra respaldo legal. Por derradeiro, porque evidentemente a dispensa não atenderia ao interesse de todos os credores da recuperanda.

“E, nem se diga que a apresentação da indigitada certidão estaria dispensada pelo disposto no art. 52, II da Lei nº 11.101/05. Isto porque, conforme expressamente destacado pelo referido dispositivo legal, aquela dispensa somente é autorizada excepcional e especificamente ‘para que o devedor exerça suas atividades’, i.e., as atividades previstas em seu objeto social.” (TJSP. AI 0253722-82.2011.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 22 nov. 2011. DJ 22 nov. 2011).

10.6 A outorga de garantias e o descumprimento do plano de recuperação

Conforme visto, é possível que o plano de recuperação judicial relacione bens que poderão ser alienados ou onerados, com o intuito de levantar recursos necessários ao soerguimento da empresa. No entanto, é possível que o devedor descumpra alguma obrigação contida no plano de recuperação judicial, o que, pela LRE, implicará sua falência.⁸⁸⁴ Decretada a quebra, os credores terão reconstituídos seus direitos e garantias nas condições originalmente contratadas.⁸⁸⁵ A princípio, isso significa que, se o credor tiver liberado o bem que lhe servia de garantia para que fosse alienado ou onerado em favor de novos financiadores, a garantia lhe seria restituída, em prejuízo do financiador.

A LRE, contudo, previu uma saída para evitar tal desestímulo ao financiamento das empresas em recuperação judicial: ressalvou dessa disposição os atos validamente praticados no âmbito da recuperação judicial.⁸⁸⁶ Assim, a outorga de garantias ao financiador não será atingida em caso de decretação da falência do devedor, salvo se o negócio for eivado de vícios.⁸⁸⁷

10.7 Extensão da garantia ao crédito sujeito à recuperação judicial: cross-collateralization

O devedor em recuperação judicial pode aventar a hipótese de incentivar a obtenção de financiamentos não apenas mediante a outorga de garantias, mas também pela extensão dessas garantias aos créditos preexistentes titularizados pelos financiadores. Desse modo, o

⁸⁸⁴ Art. 61, § 1º, LRE.

⁸⁸⁵ Art. 61, § 2º, LRE.

⁸⁸⁶ Art. 61, § 2º, LRE.

⁸⁸⁷ Nesse sentido, valiosa a lição de Eduardo Secchi Munhoz: “[a] interpretação da passagem final do § 2º do art. 61 – preservação dos atos validamente praticados no âmbito da recuperação – leva a concluir que a restauração dos direitos iniciais pode simplesmente deixar de ocorrer se tal situação for incompatível com a preservação desses atos. Em outras palavras, no caso de eventual conflito entre a restituição das partes ao *status quo ante* e a preservação dos atos praticados durante o curso da recuperação, prevalecem estes últimos; essa solução é a única compatível com a proteção dos direitos de terceiros, cujas esferas jurídicas podem ser afetadas pelos atos praticados no curso da recuperação. De fato, o plano de recuperação pode basear-se na implementação de negócios jurídicos de natureza irreversível, ou cuja reversibilidade poderia causar danos de difícil reparação às próprias partes e, sobretudo, a terceiros. Nesse caso, prevalece o negócio novado, não se havendo de cogitar da restituição das partes ao estado anterior.” (**Comentários...**, p. 303).

bem ou direito garantiria, ao mesmo tempo, créditos sujeitos à recuperação, antes enquadrados na classe III,⁸⁸⁸ e créditos que surgiram após a recuperação, o que é denominado pela doutrina estrangeira *cross-collateralization*.⁸⁸⁹ A prática também pode ser utilizada para reforçar a garantia dos créditos concursais.

Um dos inconvenientes da *cross-collateralization* apontado pela doutrina⁸⁹⁰ é o agravamento do problema de superinvestimento, anteriormente abordado.

A operação parece ferir diretamente direitos dos demais credores concursais, pois a outorga de garantias implicaria a reclassificação do crédito anterior em detrimento dos demais créditos de nível hierárquico inferior. Assim, um bem do devedor, anteriormente livre de ônus, passa a garantir um crédito preexistente e se torna indisponível para distribuição proporcional entre os credores sem garantia, na eventual decretação de falência, violando a premissa do tratamento justo e equitativo entre credores em situação semelhante.⁸⁹¹

Contudo, nos Estados Unidos, os tribunais normalmente aprovam cláusulas de *cross-collateralization* quando verificam que (a) o negócio não se manterá sem o novo empréstimo; (b) o devedor não é capaz de obter outro crédito em condições aceitáveis; (c) o credor não aceita condições menos favoráveis; e (d) o crédito proposto será concedido no melhor interesse dos credores.⁸⁹² Entretanto, David A. Skeel, Jr.⁸⁹³ aduz que as cortes norte-americanas geralmente não permitem a extensão da garantia a um crédito anterior que seja evidentemente quirografário ou cuja garantia seja limitada, embora ressalte haver

⁸⁸⁸ A qual compreende os créditos privilegiados, quirografários e subordinados.

⁸⁸⁹ Conforme lembra Jeff Bohm, nos Estados Unidos, a *cross-collateralization* também foi utilizada para conferir a um crédito novo prioridade em relação às *administrative expenses*, tratamento que ele receberia se não contasse com nenhuma garantia. Essa prioridade é atribuída com fundamentos diversos daqueles previstos na § 364(c)(2), (c)(3) e (d) da lei norte-americana, pois se estava apenas exigindo como garantia a futuros adiantamentos algo que talvez fosse o único ativo tangível que o devedor pudesse oferecer. O argumento foi combatido pelos tribunais daquele país pela ausência de oitiva dos credores (**The Legal Justification**..., p. 290-291). Lembre-se que, naquele ordenamento, os créditos com garantia possuem, em regra, prioridade em relação às *administrative expenses*.

⁸⁹⁰ Cf. ADLER, Barry E. **A Re-Examination**..., p. 593.

⁸⁹¹ Cf. BUCKI, Craig R. **Survey**..., p. 363.

⁸⁹² Cf. TRIANTIS, George G. **A Theory**..., p. 907; CARAPETO, Maria. **Debtor-in-possession**..., p. 14 (nota); e, tratando do caso *In re Vanguard Diversified, Inc.*, cf. HENOCH, Bruce A. Postpetition financing: is there life after debt? **8 Bank. Dev. J.**, 1991, p. 599-600. Neste caso, noticia-se que, diante da carência de recursos para o pagamento salários e diversas outras despesas, o juiz reconheceu que, se não houvesse novos financiamentos, a empresa cessaria as atividades e seria liquidada, ocasião em que perderia muito de seu valor em funcionamento e os credores quirografários recuperariam muito menos de seus créditos – ou talvez nada – em relação ao valor gerado pelo soerguimento da empresa. Ao reverso, o Décimo Primeiro Circuito norte-americano, no caso *In re Saybrook Manufacturing Co., Seymour and Jeffrey Shapiro*, de 1992, reconheceu que a *cross-collateralization* enfraqueceu o disposto na § 507 da lei concursal norte-americana, que estabelece as prioridades de pagamento na falência. Não obstante, outros tribunais daquele país têm aceito a *cross-collateralization* (cf. BUCKI, Craig R. **Survey**..., p. 365-372).

⁸⁹³ **The past**..., p. 1926.

formas mais sutis de elevação do crédito quando o credor alega que tal crédito já estava garantido.⁸⁹⁴

No direito brasileiro, há entendimento no sentido de que a *cross-collateralization* elevaria a probabilidade de pagamento do crédito concursal e lhe conferiria um nível hierárquico maior, passando, *e.g.*, da classe dos quirografários à classe dos credores com garantia real, o que corresponde ao favorecimento indevido do titular desse crédito em detrimento dos credores sobre os quais ele passou a ter privilégio.⁸⁹⁵ Note-se que a operação estaria sujeita à ineficácia do art. 129, inciso III, da LRE, podendo inclusive configurar hipótese de crime previsto no art. 172 da LRE. Por essa razão, tal prática não seria admitida no ordenamento pátrio, exceto se for expressamente aprovada na assembleia de credores que deliberar sobre o plano de recuperação, da qual participe a maioria dos credores atingidos, os quais poderão, nos limites da autonomia da vontade, concordar com proposta dessa ordem. Mesmo assim, não vislumbramos grande vantagem da *cross-collateralization* ao respectivo credor, pois os planos de recuperação judicial geralmente comportam barganhas e arranjos nos quais o crédito com garantia real não necessariamente será pago antes dos créditos hierarquicamente inferiores, ao menos durante a recuperação judicial.

Em complemento, vale frisar que terá sua falência decretada o devedor que der ou reforçar garantia por dívida preexistente sem ficar com bens livres para saldar seus passivos, exceto se a operação fizer parte do plano de recuperação judicial.⁸⁹⁶ Sobrevindo a falência, há duas possibilidades cuja coexistência é inviável: retorno do crédito à classificação original prevista antes da aprovação do plano e manutenção da garantia a ele vinculada, por ser ato validamente praticado na recuperação. Aqui, a solução, a nosso ver, será casuística, sempre tendo em vista o sopesamento entre benefício trazido pela concessão da garantia e o prejuízo resultante aos demais credores.

⁸⁹⁴ No tocante à *cross-collateralization*, a Corte Falimentar do Distrito Sul de Nova Iorque, em suas diretrizes para a autorização de financiamentos a empresas em crise, aduz que o juiz deve considerar, dentre outros fatores, (a) a extensão da comunicação dada pelo devedor; (b) os termos do *DIP financing* e a comparação com os termos nos quais o financiamento estaria ausente sem a *cross-collateralization*; (c) o grau de consenso entre as partes interessadas; (d) a extensão e o valor das garantias outorgadas ao credor preexistente (especialmente o valor de qualquer colchão de capital que o credor preexistente pode ter); e (e) se a *cross-collateralization* conferirá vantagem indevida ao credor preexistente sem um benefício equivalente à massa (UNITED STATES BANKRUPTCY COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. **Guidelines...**).

⁸⁹⁵ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 163.

⁸⁹⁶ Art. 94, inciso III, LRE.

10.7.1 Conversão do crédito concursal em crédito extraconcursal: Rollup

Um efeito semelhante à *cross-collateralization* é obtido por credores que condicionam a concessão de financiamentos ao compromisso de que seus créditos preexistentes sejam saldados primeiro, já que os novos créditos possuem prioridade de pagamento. Essa estratégia é denominada *rollup* ou *rollover financing*.⁸⁹⁷ A operação é típica de situações nas quais o titular de crédito sujeito à recuperação possui como garantia o estoque ou os recebíveis do devedor e acorda a concessão de novos financiamentos garantidos por bens semelhantes ou que confirmam ordem de pagamento superior. Porém, o resultado obtido pela venda do estoque ou pagamento dos recebíveis é utilizado para quitar os créditos anteriores e não o novo financiamento.⁸⁹⁸

Para que essa conversão do crédito preexistente em crédito garantido não sujeito à recuperação judicial seja viável, é evidente que o valor da garantia anterior deve ser igual ou superior ao crédito preexistente.⁸⁹⁹

Outra condição, por vezes exigida pelos financiadores, é que a dívida preexistente seja não apenas transformada, total ou parcialmente, em dívida extraconcursal, mas que o devedor também pague os juros devidos sobre a dívida anterior (e, naturalmente, sobre o novo crédito).⁹⁰⁰

David A. Skeel, Jr.⁹⁰¹ ressalta que, no fim, o devedor pode ser beneficiado por essa situação, já que o financiamento pode ser concedido em melhores condições pelo credor que fortalece seu crédito anterior do que por um novo credor.

A aplicação da técnica do *rollup* no Brasil apresenta limitações semelhantes à *cross-collateralization*, sendo possível desde que prevista no plano de recuperação judicial.

⁸⁹⁷ Cf. BUCKI, Craig R. *Survey*..., p. 373.

⁸⁹⁸ Cf. BUCKI, Craig R. *Survey*..., p. 373.

⁸⁹⁹ Cf. COUSINS, Scott D. *Postpetition*..., p. 800-801. A Corte Falimentar do Distrito Sul de Nova Iorque também arrolou alguns requisitos a serem observados pelos juízes na autorização dos *rollups*, em adição aos fatores mencionados para a *cross-collateralization*: (a) a natureza e o valor do novo crédito, além da aplicação dos recursos do crédito posterior utilizados para pagar total ou parcialmente o crédito anterior; (b) se as vantagens do novo crédito justificam a perda de oportunidade para a massa satisfazer esse crédito de outra forma e o ônus de se criar um crédito extraconcursal; (c) se o *rollup* pode não trazer prejuízos; (d) disponibilidade do *DIP financing* e uma comparação com os termos em que ele estaria disponível na ausência do *rollup*; (e) a extensão na qual as garantias anteriores e posteriores podem ser identificadas e/ou segregadas; (f) a extensão das questões de “*priming*” que seriam tratadas na ausência do *rollup*; (g) se o novo recurso é usado para pagar empréstimos com garantia de primeiro grau sobre o mesmo colateral, quando o crédito preexistente foi concedido em antecipação a, ou no esforço de evitar, um pedido de falência ou recuperação (UNITED STATES BANKRUPTCY COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Guidelines*...).

⁹⁰⁰ Cf. MOORE, Darla D. *How to Finance*..., p. 7.

⁹⁰¹ *The past*..., p. 1926.

11 OBSTÁCULOS AO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM CRISE

Vimos ao longo deste trabalho que o dinheiro novo é essencial à recuperação de empresas em crise, mas que nem sempre é fácil encontrar quem esteja disposto a financiá-las, quer pela falta de incentivos legais adequados, quer pelos riscos envolvidos, quer por outros motivos que desestimulam essa prática. Analisemos agora os principais obstáculos ao desenvolvimento do crédito às empresas em crise no Brasil, sob as perspectivas do financiador e do devedor.

11.1 Obstáculos sob a perspectiva do financiador

Primeiramente, sob a perspectiva do potencial financiador de empresas em crise, existem diversos riscos inerentes e barreiras, legais e regulamentares, que inibem o desenvolvimento dessa prática e necessitam de algum tipo de benefício compensatório para que o acesso ao crédito por empresas em dificuldade seja viabilizado.

11.1.1 Assimetria informacional e a perpetuidade da gestão

Na presença de uma situação de crise da empresa, há uma significativa assimetria informacional causada pelo provável erro na avaliação de seu verdadeiro valor, juntamente com incentivos conflitantes no que tange à representação de seu valor intrínseco.⁹⁰²

Diante dessa dificuldade, o credor, imbuído dos estigmas que permeiam as empresas em crise, pode considerar os custos da desonestidade do devedor, prejudicando o desenvolvimento do mercado de crédito a empresas em dificuldade, porém idôneas, à

⁹⁰² Cf. DANIELS, Kenneth N.; RAMIREZ, Gabriel G. **Information...**, p. 9.

semelhança dos problemas levantados por George A. Akerlof ao tratar da assimetria informacional no mercado de automóveis nos Estados Unidos.⁹⁰³

Dessa maneira, novos créditos somente serão concedidos se o credor tiver facilidade para compelir o devedor a cumprir suas obrigações ou tiver um conhecimento pessoal sobre seu caráter.⁹⁰⁴ Soma-se a isso a falta de confiança nos administradores da empresa, o que inclusive dificulta as discussões sobre as medidas mais adequadas à recuperação. Trata-se do chamado risco de propriedade/gerenciamento, conforme salientado por Derrick Ware,⁹⁰⁵ alimentado pela desonestidade dos sócios e administradores ou mesmo pela inadequação para o exercício dos respectivos papéis. Acrescente-se a esses fatores a mentalidade estritamente individualista do empresário controlador de empresas familiares, por vezes confundido com a própria entidade, o que agrava ainda mais a crise de confiança dos credores e demais interessados.⁹⁰⁶

No Brasil, os problemas de assimetria informacional e falta de confiança nos administradores da empresa em crise são especialmente relevantes pela dificuldade que os credores enfrentam para substituir os membros da gestão, que somente serão destituídos caso reste comprovada a ocorrência de alguma das hipóteses previstas no art. 64 da LRE. Por outro lado, embora o plano de recuperação possa prever a substituição total ou parcial dos administradores do devedor, compete justamente ao devedor, por seus administradores, apresentar o plano de recuperação judicial, pelo que dificilmente proporão sua própria destituição.⁹⁰⁷

Uma maneira de mitigar tais problemas é exigir garantias, as quais, em tese, sinalizam a qualidade do devedor. Contudo, na prática, o crédito é racionado e caracterizado pela seleção adversa, em que os credores, em especial bancos, somente querem emprestar a clientes que não precisam de crédito. Mesmo se as taxas de juros forem maiores e houver garantias, o credor pode preferir não conceder o crédito se existirem incertezas quanto ao seu recebimento. Em outras palavras, o mecanismo de

⁹⁰³ The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, Aug. 1970.

⁹⁰⁴ Cf. AKERLOF, George A. **The Market...**, p. 499.

⁹⁰⁵ Basic Principles of Banking Supervision. **Handbooks in Central Banking**, London, n. 7, May 1996, p. 10. Disponível em: <<http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb07.pdf>>. Acesso em: 11 maio 2010.

⁹⁰⁶ Cf. LAZZARINI, Alexandre Alves. **A recuperação...**, p. 95-96.

⁹⁰⁷ Nada impede que os administradores sejam afastados por deliberação dos órgãos societários. No entanto, diante da estrutura de capital da esmagadora maioria das empresas brasileiras, altamente concentrada, por vezes os administradores são os próprios controladores da empresa, que insistem em permanecer nos seus cargos ainda que esta seja a opção menos eficiente e desejável do ponto de vista dos credores.

preço, no caso, os juros, pode não solucionar o problema da assimetria de informações e nem sempre seleciona adequadamente os devedores.⁹⁰⁸

Diante disso, alguns trabalhos apontam que os credores, em especial bancos, utilizam não apenas o preço, mas também disposições contratuais para mitigar o risco e controlar problemas de seleção adversa e *moral hazard*.⁹⁰⁹

Ao lado da seleção adversa, a assimetria informacional agrava os problemas de *moral hazard*. Enquanto os devedores têm poucos incentivos para maximizar a parcela dos credores no negócio, estes, sem possuir informações confiáveis, podem ter dificuldades para coibir o mau uso dos recursos pelo devedor. O *moral hazard* pode ser mitigado quando o devedor possui ativos tangíveis ou mesmo intangíveis (v.g., reputação), pois empresas que possuem algo a perder podem ser menos tendentes a manobras lesivas aos credores.⁹¹⁰

Para superar o problema da falta de informações, os credores podem utilizar ferramentas que não estão ligadas ao preço do dinheiro, como controlar sua exposição limitando o montante emprestado e exigindo garantias. Além disso, podem se valer de meios que facilitem o monitoramento das atividades do devedor ou prazos de vencimento mais exíguos. Quando essas medidas não são suficientes para eliminar o risco, as taxas de

⁹⁰⁸ Cf. SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário**..., p. 125-130. Joseph E. Stiglitz e Andrew Weiss explicam essas dificuldades: “[p]otential borrowers who are denied loans would not be able to borrow even if they indicated a willingness to pay more than the market interest rate, or to put up more collateral than is demanded of recipients of loans. Increasing interest rates or increasing collateral requirements could increase the riskiness of the bank’s loan portfolio, either by discouraging safer investors, or by inducing borrowers to invest in riskier projects, and therefore could decrease the bank’s profits.” (Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **The American Economic Review**, v. 71, Issue 3, June 1981, p. 408-409). Tradução nossa: “[p]otenciais tomadores a quem são negados empréstimos não seriam capazes de tomá-los mesmo se estiverem dispostos a pagar mais do que a taxa de juros de mercado, ou a oferecer mais garantias do que é exigido dos beneficiários dos empréstimos. Aumentar as taxas de juros ou as exigências de garantia poderia aumentar o grau de risco da carteira de empréstimos do banco, seja por desencorajar os investidores mais seguros ou induzindo os mutuários a investir em projetos mais arriscados e, portanto, poderia diminuir os lucros do banco.”

⁹⁰⁹ Cf. STRAHAN, Philip E. **Borrower Risk**..., p. 18-20.

⁹¹⁰ Cf. STRAHAN, Philip E. **Borrower Risk**..., p. 1. Aqui cabe a ressalva de que pode haver situações nas quais o devedor não possui bens e se vale unicamente de sua reputação e confiança para obter crédito. Nesses casos, o desgarro da reputação e o maior incentivo ao *overinvestment* aumentam o risco de perda do dinheiro emprestado.

A situação é análoga à de Custódio, personagem do conto *O Empréstimo*, de Machado de Assis. Custódio vivia do crédito alheio, obtido apenas com seu nome, e sempre se envolvia em maus negócios: “[...] davam-lhe dinheiro, um dez, outro cinco, outro vinte mil-réis, e de tais espórtulas é que ele principalmente tirava o albergue e a comida. Digo que principalmente vivia delas, porque o Custódio não recusava meter-se em alguns negócios, com a condição de os escolher, e escolhia sempre os que não prestavam para nada. Tinha o faro das catástrofes. Entre vinte empresas, adivinhava logo a insensata, e metia ombros a ela, com resolução. O caiporismo, que o perseguia, fazia com que as dezenove prosperassem, e a vigésima lhe estourasse nas mãos. Não importa; aparelhava-se para outra.” (O Empréstimo. In: _____. **Papéis Avulsos**. 1882. Disponível em: <<http://www.dominiopublico.gov.br/download/texto/bv000238.pdf>>. Acesso em: 11 ago. 2011).

juros são aumentadas e tarifas passam a ser exigidas para compensar a parcela de risco não eliminada.⁹¹¹

Outra forma de superar o problema da assimetria informacional entre devedor e credor seria instituir análise de classificação de risco de crédito para os devedores em recuperação.⁹¹² Segundo lição de Francisco Satiro de Souza Junior,⁹¹³ a classificação de créditos utiliza a certificação realizada por agência especializada. Assim, o risco de crédito do devedor ou dos títulos que ele emite se tornará informação pública e embasará a análise e decisão dos investidores.⁹¹⁴ Novamente, o problema levantado pelo Professor Francisco Satiro é que, na maioria dos casos, é o próprio devedor quem contrata as agências de classificação e lhes fornece as informações que embasarão seu trabalho, o que implica aumento do potencial conflito de interesses ao se atribuir a classificação.

11.1.2 Majoração do risco de crédito

A assimetria informacional e a falta de confiança nos administradores são vertentes de um problema maior, agravado no caso das empresas em crise. Trata-se da amplificação do risco de crédito, ou seja, do risco de a empresa não cumprir suas obrigações. Esse risco é majorado por uma série de fatores,⁹¹⁵ tais como (a) falhas informacionais, na medida em que os credores não teriam condições de monitorar uma empresa em recuperação, por falta

⁹¹¹ Cf. STRAHAN, Philip E. **Borrower Risk**..., p. 2-3. Segundo o autor, os bancos utilizam diversos recursos contratuais para mitigar os riscos de liquidez e crédito no início da relação com seu cliente e para reforçar a sua capacidade de monitoramento no curso do relacionamento. Em primeiro lugar, o tamanho do empréstimo limita a potencial exposição do banco. Assim, o montante de crédito irá refletir na capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa. Em segundo lugar, o risco é limitado pela redução do prazo de pagamento do empréstimo. Por fim, os empréstimos bancários são muitas vezes garantidos por bens ou recebíveis, o que reduz seu risco, porquanto o bem ou recebível pode ser executado, além de reforçar a posição do banco na falência (**Borrower Risk**..., p. 6).

⁹¹² Conforme sugerido pelo TMA BRASIL (**Financiamento**...). Kenneth N. Daniels e Gabriel G. Ramirez, dão conta da existência, desde o início da década de 1990, de empresas que atribuíam *rating* de crédito concedido a empresas que ingressaram com pedido de recuperação pelo *Chapter 11* da lei norte-americana. O primeiro *DIP loan* avaliado foi aquele concedido à empresa *Hills Department Stores* em 1991 e recebeu *rating* A. Diversos aspectos quantitativos, qualitativos e estruturais dos créditos eram focados nas avaliações e, naquela época, muitos créditos receberam *ratings* BBB a BBB+ (**Information**..., p. 7).

⁹¹³ **Agências**..., p. 376.

⁹¹⁴ Na lição de Philip E. Strahan, as agências de classificação risco produzem informações sobre a qualidade da empresa que podem ser usadas por qualquer potencial credor, de modo que as empresas classificadas provavelmente enfrentarão menos problemas com assimetria informacional do que as empresas sem *rating* creditício. Aquelas que apresentarem maior *rating* seriam, teoricamente, mais seguras e teriam menos problemas de seleção adversa e *moral hazard* (**Borrower Risk**..., p. 13).

⁹¹⁵ Para a majoração dos riscos, vide, e.g., SADDI, Jairo. **Investimentos**..., p. 77.

de adequada transparência e de informações plenas sobre o real estado do devedor em crise; (b) falta de um mercado secundário de ativos de empresas em crise, o que dificulta sua liquidação e diminui o percentual recuperado em caso de falência; e (c) e instabilidade estrutural, que sujeita as empresas aos efeitos de oscilações na conjuntura econômica do país, afetando com mais intensidade as empresas endividadas ou alavancadas, que dependem substancialmente do crédito de bancos e de fornecedores para sobreviver.⁹¹⁶

No entanto, para Deborah Kirschbaum,⁹¹⁷ o risco de inadimplemento do novo credor é bem menor se comparado ao provável grau de deságio referente à satisfação dos créditos anteriores ao pedido de recuperação, situação que deriva de dois aspectos: (a) preferência na ordem de créditos; e (b) qualidade das informações financeiras que podem ser prestadas pelo devedor, que buscará fazer o possível para convencer o potencial credor a conceder novos recursos.

Quanto a este último ponto, Kenneth N. Daniels e Gabriel G. Ramirez⁹¹⁸ sugerem que a decisão dos credores de conceder financiamentos é não orientada pelo risco de crédito, mas pelo grau de acesso à informação, que está intrinsecamente relacionado à especialização na concessão de crédito a determinados tomadores, como as empresas em crise. Essa característica gera efeitos no custo e no volume do crédito, porquanto os bancos emprestam mais e aplicam *spreads* menores a empresas que prezam pela transparência.

Num cenário no qual os empréstimos concedidos à empresa em crise possuem “superprioridade” em relação aos demais créditos, haverá um potencial de redução do impacto do risco de crédito na especialização desses credores, de modo que o ambiente legal e financeiro dos novos financiamentos provavelmente eliminará possíveis vantagens na exploração desse risco de crédito por alguns credores. Não obstante, o risco de crédito existe, é precificado e tem impacto no custo do financiamento concedido à empresa em dificuldade.⁹¹⁹ A majoração das taxas de juros é constatada em alguns estudos envolvendo

⁹¹⁶ Tomemos como exemplo dessa dependência o setor sucroalcooleiro, para quem, recentemente, as linhas de crédito tornaram-se escassas e mais caras, proliferando a crise no setor. Nesse sentido, destaca-se matéria publicada no jornal Valor Econômico em 20 de outubro de 2009, da qual transcrevemos a seguinte passagem: “[d]esde 2007, as usinas do setor sucroalcooleiro operam abaixo dos custos de produção, disse Plínio Nastari, presidente da consultoria Datagro. ‘A partir de setembro de 2008, a situação dos grupos piorou com a crise financeira global. A crise é de crédito’.” (SCARAMUZZO, Mônica. Crise emperra aportes bilionários em usinas. **Valor Econômico**, São Paulo, 20 out. 2009. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 07 maio 2010).

⁹¹⁷ **A Recuperação...**, p. 137.

⁹¹⁸ **Information...**, p. 2.

⁹¹⁹ Cf. DANIELS, Kenneth N.; RAMIREZ, Gabriel G. **Information...**, p. 13-14.

devedores em crise⁹²⁰ e se revela mais sensível nos casos de empresas de menor porte, com menos recursos em caixa ou cuja avaliação de risco por um terceiro é dificultada.⁹²¹

De todo modo, o reconhecimento do estado de crise pelo devedor que ingressa com pedido de recuperação sinaliza ao mercado que os negócios estão, em certa medida, comprometidos, o que pode colocar em dúvida a capacidade de pagamento do devedor, ainda que haja o benefício do *automatic stay*. Por outro lado, o risco de inadimplemento do plano aprovado e a consequente decretação de falência podem agravar o risco do crédito pelo atraso que poderia ser gerado no cronograma de pagamento dos novos financiamentos, especialmente quando as atividades da empresa são paralisadas, o que contribui para afastar ainda mais os potenciais financiadores.

Nos últimos anos, informa-se que a globalização possibilitou aos credores distribuir seus riscos, evitando perdas maiores em uma única transação e riscos sistêmicos.⁹²² Essa prática foi facilitada, dentre outros mecanismos, pelos chamados *credit default swaps*, que permitem a especulação com o risco de crédito sem que se titularize o crédito subjacente. Trata-se de instrumentos pelos quais uma parte adquire o risco de crédito de empréstimos da outra parte, em troca de uma remuneração. No caso de inadimplemento, o credor recebe o valor de face de seu crédito e a parte que assumiu o risco passa a deter os direitos sobre aquele crédito. Esse tipo de derivativo tem alterado a dinâmica das recuperações judiciais nos Estados Unidos e transmutado o risco de crédito em outros problemas: os detentores do *swap* pouco se importam com as medidas de recuperação da empresa e se preocupam principalmente com a ocorrência de eventos desencadeadores das obrigações de liquidação do derivativo, aumentando o cunho especulativo desses instrumentos.⁹²³ Além disso, é difícil entabular negociações com credores indeterminados, já que a titularidade do crédito pode mudar repentinamente.⁹²⁴

11.1.2.1 Os limites impostos pela Resolução n. 2.682 do CMN

⁹²⁰ Cf. CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. **Debtor-in-Possession**..., p. 14-15. Os autores sugerem que a majoração das taxas de juros também pode ser o resultado de um maior custo de monitoramento do devedor e do poder de mercado dos credores.

⁹²¹ Cf. STRAHAN, Philip E. **Borrower Risk**..., p. 3.

⁹²² Cf. MILLER, Harvey R. **Chapter 11**..., p. 391.

⁹²³ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **Anti-Bankruptcy**..., p. 33-38.

⁹²⁴ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **Anti-Bankruptcy**..., p. 41.

Em 21 de dezembro de 1999, o BACEN publicou a Resolução n. 2.682, do CMN, a qual passou a produzir efeitos em 01 de março de 2000. Por força dessa norma, de cunho prudencial, o CMN estabeleceu novos critérios para que as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN classifiquem suas operações de crédito em função do risco que apresentam, além de estabelecer regras de provisão para créditos de liquidação duvidosa.

De acordo com o art. 1º da norma, as operações de crédito são classificadas em nove níveis de risco, que vão de AA (risco zero) até H (risco máximo). Essa classificação deve ser efetuada a partir de critérios “consistentes e verificáveis, amparada por informações internas e externas”, contemplando pelo menos determinados aspectos do devedor e seus garantidores, bem como da operação de crédito.⁹²⁵ Quanto aos primeiros, devem ser considerados: (a) situação econômico-financeira; (b) grau de endividamento; (c) capacidade de geração de resultados; (d) fluxo de caixa; (e) administração e qualidade de controles; (f) pontualidade e atrasos nos pagamentos; (g) contingências; (h) setor de atividade econômica; e (i) limite de crédito. No tocante à última, devem ser levados em conta: (a) natureza e finalidade da transação; (b) características das garantias, particularmente quanto à suficiência e liquidez; e (c) valor envolvido.

Como se percebe, a norma estipula que as instituições a ela sujeitas devem considerar não só o prazo de inadimplência ou a existência e natureza das garantias, como estabelecia a regulamentação precedente,⁹²⁶ mas também outros dados que retratam o passado, presente e futuro do devedor.⁹²⁷ Outrossim, a Resolução n. 2.682/99 não estabeleceu a forma como todos esses fatores devem ser determinados, o que confere liberdade às instituições financeiras para modelar o risco do crédito, avaliando e ponderando cada um dos elementos acima, desde que pautadas por critérios “consistentes e verificáveis”.⁹²⁸

⁹²⁵ Art. 2º, Resolução n. 2.682/99.

⁹²⁶ Resolução n. 1.748/90, do CMN.

⁹²⁷ Nesse sentido, cf. FORTUNA, Eduardo, **Mercado Financeiro - Produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005, p. 198.

⁹²⁸ Cf. VERRONE, Marco Antônio Guimarães. **Basiléia II no Brasil: Uma Reflexão com Foco na Regulação Bancária para Risco de Crédito – Resolução CMN 2.682/99**. 2007, Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 86-87. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-30012008-113417/>>. Acesso em: 30 jan. 2012.

A despeito da flexibilidade conferida pela norma na avaliação do risco de crédito, ela introduz três elementos de função moderadora: a sistemática de provisionamento, o prazo de inadimplência e a possibilidade de ação do BACEN.⁹²⁹

O primeiro deles consiste na obrigatoriedade de constituição mensal de provisões⁹³⁰ pelas instituições financeiras, para fazer frente a créditos de liquidação duvidosa. As provisões correspondem a um percentual do valor das operações que varia em função dos *ratings* atribuídos, iniciando-se em 0,5% para operações de risco nível A até 100% para operações de risco nível H.⁹³¹

Em segundo lugar, as instituições financeiras deverão observar alguns critérios para revisão periódica da classificação das operações de crédito, inclusive em função dos dias de atraso, atribuindo necessariamente *rating* H para o inadimplemento que perdurar por mais de cento e oitenta dias. Menores prazos de inadimplemento comportam classificações mais altas, escalonadas de acordo com art. 4º da Resolução n. 2.682/99.

As operações que permanecem por mais de seis meses com a classificação H são lançadas a prejuízo, com o correspondente débito em provisão.⁹³² Por sua vez, as operações objeto de renegociação são mantidas, no mínimo, no mesmo nível de risco em que estiverem classificadas, de modo que as operações registradas como prejuízo permanecem com o *rating* H.⁹³³

Normalmente, quando a empresa recorre ao procedimento recuperacional, ela já está inadimplente perante bancos por período superior a cento e oitenta dias ou sua operação já foi até mesmo lançada a prejuízo. Na prática, isso inibe a concessão de novos créditos pelas instituições financeiras, pois eles também serão classificados com *rating* H,⁹³⁴ na medida em que as operações de um mesmo devedor ou grupo econômico possuem

⁹²⁹ Cf. VERRONE, Marco Antônio Guimarães. **Basiléia II...**, p. 89.

⁹³⁰ Conforme explica Marco Antônio Guimarães Verrone, as provisões são um componente do capital econômico das instituições financeiras destinado à cobertura de perdas esperadas, cuja fonte de recursos para sua constituição advém do adicional embutido na taxa de juros contratado para cobri-las. As perdas esperadas representam o produto da probabilidade de inadimplência (*probability of default – PD*), da perda dada a inadimplência (*loss given default – LGD*) e do montante de exposição no momento da inadimplência (*exposure at default – EAD*). Esses elementos são estimados pelos próprios bancos para cada exposição ao risco de crédito (**Basiléia II...**, p. 18-21).

⁹³¹ Art. 6º, Resolução n. 2.682/99. Segundo esclarece Marco Antônio Guimarães Verrone, apesar de a norma prever que os níveis de provisionamento são determinados em função do *rating* atribuído, na prática, a lógica é inversa, pois a partir da provisão necessária é que se classifica o risco da operação, já que grande parte dos modelos de classificação é elaborada conforme a probabilidade de inadimplência, a qual se relaciona às perdas esperadas e, portanto, às provisões necessárias (**Basiléia II...**, p. 90).

⁹³² Art. 7º, *caput*, Resolução n. 2.682/99.

⁹³³ Art. 8º, *caput*, Resolução n. 2.682/99.

⁹³⁴ Nesse sentido, cf. TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL – TMA BRASIL. Comitê de soluções Financeiras. **Financiamento...**

uma única classificação que, como regra, é a que apresenta maior risco.⁹³⁵ Assim, seria necessário provisionar 100% do valor do novo crédito, o que tornaria a operação bastante onerosa e poderia diminuir consideravelmente o lucro da instituição financeira. O chamado efeito “arrasto” ou “contaminação” foi criticado em pesquisa empreendida com profissionais dessas instituições, sob o argumento de que a norma desconsidera as diferentes estruturas de operação e garantias e, portanto, a perda dada a inadimplência.⁹³⁶

Logo, caso o banco decida conceder créditos a empresas em recuperação judicial, deverá, em regra, cobrar taxas de juros proibitivas para compensar a provisão ou socializar seus efeitos em outras operações de crédito com juros majorados.

A Resolução n. 2.697/00 alterou o art. 5º da Resolução n. 2.682/99 para estabelecer que as operações contratadas com cliente cuja responsabilidade total seja inferior a R\$ 50 mil poderão ser classificadas de duas formas: em função dos prazos de atraso, conforme já prevê a norma, ou mediante a adoção de modelo interno de avaliação de risco, sem a necessária observância dos prazos de atraso, mas desde que a classificação corresponda ao risco nível A. Essa previsão é importante para a concessão de crédito a microempresas e empresas de pequeno porte em situação de crise, cuja necessidade de recursos é mais modesta. Todavia, a empresa deverá passar pelos critérios de avaliação interna das instituições, o que, aliado a fatores como o estigma do devedor em crise, a falta de transparência das micros e pequenas empresas e a baixa atuação nesse nicho do mercado torna a concessão desse tipo de financiamento pouco observável na prática.

Por fim, o último elemento moderador é a possibilidade de intervenção direta do BACEN, que pode reclassificar operações, determinar provisionamento adicional, exigir providências saneadoras e o aumento da transparência, bem como estabelecer os procedimentos e controles a serem adotados pela instituição financeira.⁹³⁷

Como se nota, infelizmente, a norma em apreço não considera o fato de que a situação da empresa em crise é especial e, por isso, comportaria um tratamento diferenciado em relação aos outros devedores das instituições financeiras.

Conforme explanado, na sistemática adotada pela Resolução n. 2.682/99, os créditos concedidos a empresas em crise fatalmente são classificados com *rating* H. Contudo, essa classificação geralmente decorre de uma operação anterior ao pedido de recuperação judicial, evento esse que configura verdadeiro divisor de águas na vida da

⁹³⁵ Art. 3º, Resolução n. 2.682/99.

⁹³⁶ Cf. VERRONE, Marco Antônio Guimarães. **Basiléia II...**, p. 116.

⁹³⁷ Art. 13, Resolução n. 2.682/99.

empresa e de seus credores. Como visto, os créditos concedidos após o pedido são considerados extraconcursais na hipótese de falência e, por isso, têm prioridade de recebimento em relação aos créditos anteriores ao pedido. Adicionalmente, o deferimento do processamento da recuperação judicial suspende todas as ações e execuções contra o devedor, mas o novo crédito não se sujeita aos efeitos da recuperação e pode ser cobrado sem concorrência com os credores preexistentes. Além do mais, a LRE reclassifica, em caso de falência, os créditos quirografários preexistentes titularizados por credores que continuaram fornecendo produtos ou serviços à empresa em recuperação judicial.

À luz dessas premissas, a norma do CMN deveria considerar a distinta realidade das empresas em crise e dar-lhes tratamento diferenciado. Uma sugestão seria a atribuição de *ratings* e provisões específicos para novas operações de crédito de empresas nessa situação,⁹³⁸ flexibilizando-se, *v.g.*, os critérios previstos no art. 2º da Resolução n. 2.682/99 diante dos benefícios – ainda que limitados – trazidos pela LRE aos financiadores e do novo cenário que se impõe. Medida dessa ordem implicaria, ainda, a alteração das políticas e procedimentos para concessão e classificação de operações de crédito adotados internamente por cada instituição.

A despeito da inexistência de regulamentação específica para a classificação de risco de empresas em crise, o art. 3º da norma em vigor permite um tratamento diferenciado a esses devedores, na medida em que, excepcionalmente, pode ser adotada classificação diversa para determinada operação, observado apenas o disposto no art. 2º, inciso II, da Resolução em apreço, o qual trata dos aspectos da operação a serem considerados na classificação de risco.⁹³⁹ A situação da empresa em recuperação justifica,

⁹³⁸ Na mesma esteira, cf. TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL – TMA BRASIL. Comitê de soluções Financeiras. **Financiamento...** Sobre os critérios atuais de classificação de risco das empresas, discorrem Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi: “[o] peso dado às informações obtidas de *bureaus* de informação, de agências de *rating* e do próprio relacionamento da instituição com o credor varia com o tamanho e o tipo de devedor. No segmento de varejo, composto de pessoas físicas e pequenas empresas, usam-se intensamente os dados supridos pelo próprio requerente (por exemplo, salário, patrimônio etc.) e aqueles constantes dos *bureaus* de informação de crédito. Os dados são introduzidos em modelos estatísticos conhecidos como *credit scoring*, que estimam a probabilidade de inadimplência e determinam um limite operacional para o gerente do banco trabalhar com o cliente. No chamado *middle market*, composto de empresas de tamanho médio, cuja contabilidade é vista pela maioria das instituições como opaca e pouco confiável, o valor mais elevado das operações justifica uma análise individual e mais detalhada das finanças dos credores, que faz bastante uso do histórico do cliente com a instituição, aí incluída a sua movimentação bancária. Finalmente, no segmento das grandes empresas, muitas com ações em bolsa e títulos negociados no exterior, a confiança na qualidade dos balanços é maior e estes são usados para avaliar o risco de crédito. Além disso, não são incomuns, para essas empresas, as avaliações independentes de risco, realizadas por agências de *rating*.” (**Direito...**, p. 228-229).

⁹³⁹ Nesse sentido, Marco Antônio Guimarães Verrone entende que o chamado efeito “arrasto” pode ser desconsiderado em virtude das características da operação e de suas garantias, pelo que a norma não comporta necessariamente uma interpretação restritiva a ponto de desconsiderar outros elementos peculiares a determinada operação (**Basiléia II...**, p. 116).

pelas razões acima descritas, a excepcionalidade de tratamento, de sorte que, ao classificar a nova operação, a instituição deve considerar tão somente a natureza e finalidade da transação (de um modo geral, linhas de crédito destinadas a manter as atividades da empresa no curto prazo ou financiar a saída da crise no longo prazo), as garantias existentes (*e.g.*, no curto prazo, cessão de recebíveis e, no longo prazo, bens que forem desonerados pelos credores no plano de recuperação) e o valor envolvido. Novamente, essa prática dependerá de alteração das políticas e procedimentos para concessão e classificação de operações de crédito de cada instituição.

Ressalte-se que, mesmo acordada a concessão de crédito ao devedor em crise, o baixo *rating* relativo e a indisponibilidade de recursos em caixa provavelmente farão com que o empréstimo seja de montante reduzido, contando com alguma garantia e com prazo de vencimento relativamente curto.⁹⁴⁰

Vale lembrar também que, por força do art. 44 da ICVM n. 356/01, a Resolução n. 2.682/99 aplica-se aos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), inclusive aqueles não-padronizados regidos pela ICVM n. 444/06, já que faz parte do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional – COSIF. Com base nisso, a CVM editou OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/SNC/ n. 003/2009 contendo orientações aos administradores de FIDCs quanto à aplicação da Resolução e à constituição de provisões. Dentre as matérias tratadas estão (a) classificação do crédito assim que ingressa na carteira do fundo, com base em critérios consistentes e verificáveis, bem como amparada por informações internas e externas ao administrador; (b) revisão periódica da classificação, nos termos do art. 4º da Resolução n. 2.682/99, e não apenas na ocorrência de atrasos, com o consequente ajuste nos níveis de provisionamento; (c) caso o nível de risco de determinada operação de um devedor seja revisto, todas as demais operações desse devedor serão revistas, salvo se aplicada a excepcionalidade prevista no art. 3º da Resolução n. 2.682/99.

No Brasil, as restrições regulamentares impostas aos bancos na concessão de financiamento levam as empresas em crise a recorrer a entidades de fomento mercantil, aumentando a participação destes agentes no mercado de financiamento às empresas em recuperação judicial, nem sempre em condições desejáveis à recuperanda.

⁹⁴⁰ Cf. STRAHAN, Philip E. **Borrower Risk...**, p. 4.

11.1.2.2 Responsabilidade pela concessão abusiva de crédito

A matéria em apreço perturba potenciais credores, particularmente bancos, que porventura cogitem financiar empresas em crise, na medida em que essa concessão de crédito poderia ser considerada abusiva.

Fábio Konder Comparato⁹⁴¹ já sustentou que tal responsabilização deriva do prejuízo causado aos demais credores da empresa, pois o crédito outorgado a devedores em situação econômico-financeira irremediavelmente comprometida proporciona uma sobrevida dos negócios que agrava o estado de insolvabilidade. No mais, o jurista destaca que o caráter de especialidade dos bancos, no que tange à concessão de crédito, funciona como um “atestado de sanidade” da empresa, incentivando outros credores a também conceder crédito ao devedor arruinado.

Diante disso, o eminente Professor defende,⁹⁴² ainda na vigência da concordata preventiva, que os demais credores que se julguem prejudicados pela concessão abusiva de crédito acionem judicialmente o banco para reaver seu prejuízo, justificando-se também a impugnação dos créditos do financiador na concordata, via pedido de sobrestamento da habilitação até o julgamento da ação de responsabilidade.

A sanção à abusividade na concessão de crédito não reside apenas no plano doutrinário, mas possui fundamento normativo. O item IX, “a”, da Resolução n. 1.559/88 do CMN, com redação dada pela Resolução n. 3.258/05, diz ser vedado às instituições financeiras “realizar operações que não atendam aos princípios de seletividade, garantia, liquidez e diversificação de riscos”. Trata-se de imposição àquelas instituições para que se evite a concessão indiscriminada e imprudente de crédito, exigindo-se a prestação de garantias suficientes às operações em que tais instituições são credoras. O descumprimento desses critérios não acarreta, em princípio, nulidade da operação, mas pode sujeitar a instituição e/ou seus administradores a determinadas penalidades previstas no art. 44 da Lei n. 4.595/64, dentre as quais se incluem advertências, multas pecuniárias e inabilitação para o exercício de cargo administrativo em instituições financeiras.⁹⁴³ Em tese, poderia haver o entendimento de que a outorga de crédito a empresas sabidamente em dificuldades,

⁹⁴¹ Titularidade do poder de controle e responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 73.

⁹⁴² **Titularidade...**, p. 73.

⁹⁴³ Cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito...**, p. 176.

como aquelas em recuperação judicial, implicaria violação à norma e cominação de alguma das sanções legalmente previstas.⁹⁴⁴

A mudança de paradigma no tratamento das empresas em crise no Brasil clama por uma lógica distinta. Conforme dito e repisado neste trabalho, o direito concursal brasileiro evoluiu para o reconhecimento da necessidade de se preservar empresas viáveis em estado de crise, com supedâneo na própria função social que permeia a atividade empresária. Um dos desdobramentos desse objetivo consiste na norma do art. 67 da LRE, que oferece benefícios, embora insuficientes, à concessão de crédito às empresas em crise. Depreende-se do referido artigo o espírito da LRE no sentido de fomentar essa prática, de sorte que qualquer punição decorrente da pura e simples concessão de crédito às empresas em crise representa manifesto contrassenso à luz do diploma concursal brasileiro vigente.

Vale a ressalva de que o entendimento ora sustentado não afasta a responsabilização dos administradores de instituições financeiras pela concessão evidentemente abusiva de crédito, realizada mediante fraude ou sem a devida diligência, prudência e seletividade, pois é claro que apenas as empresas que apresentam indícios de viabilidade ou que efetivamente a demonstrem farão jus a novos financiamentos sem que recaia qualquer responsabilização sobre as instituições concedentes ou seus administradores.

11.1.3 A fraude contra credores no Código Civil e sua aplicação ao financiamento das empresas em crise

O potencial financiador de empresas em crise também se depara com aparentes limitações impostas pelo o Código Civil a quem contrata com esses devedores. Referido diploma, em seu art. 159, aduz serem anuláveis os contratos onerosos do devedor insolvente, quando a insolvência for notória ou houver motivo para ser conhecida do outro

⁹⁴⁴ Na Itália, é reconhecido o direito de ressarcimento de terceiros por danos suportados em consequência da concessão abusiva de créditos por um banco em favor de empresas em crise, destinados a mantê-las artificialmente em funcionamento e adiar sua decretação de falência, agravando, portanto, sua instabilidade econômica, em violação do princípio da sã e correta gestão do crédito. Mais recentemente, tem-se entendido que tal responsabilidade surge não apenas quando demonstrado o comportamento doloso do banco, mas também nos casos de conduta culposa, quando comprovada a omissão ou negligência no controle da situação patrimonial e financeira da contraparte (cf. MACARIO, Francesco. *Insolvenza, crisi d'impresa e autonomia contrattuale. Appunti per una ricostruzione sistematica delle tutele*. **Rivista delle Società**, Milano, v. 53, n. 1, genn./febr. 2008, p. 131-133).

contratante. Na mesma linha, em seu art. 163, presume como fraudatórias dos direitos dos outros credores as garantias de dívidas que o devedor insolvente tiver outorgado a algum credor.

As disposições se situam no Capítulo IV, que trata dos defeitos do negócio jurídico, na Seção VI, que disciplina a fraude contra credores. Esta compreende qualquer ato praticado pelo devedor já insolvente, ou por tal ato levado à insolvência, que prejudique seus credores, tendo como requisitos: (a) a anterioridade do crédito em relação à prática fraudulenta; (b) o *eventus damni*, ou seja, o prejuízo aos credores (elemento objetivo); e (c) o *consilium fraudis*, elemento subjetivo que dispensa a intenção precípua de prejudicar outrem, bastando o conhecimento dos danos resultantes do ato.⁹⁴⁵ O negócio é anulado por meio da chamada ação paulina, de natureza pessoal e revocatória, conforme entende a maior parte da doutrina,⁹⁴⁶ e visa a recomposição do patrimônio do devedor. Quanto à outorga de garantias, a presunção de fraude é absoluta e independe do conhecimento do estado de insolvência.⁹⁴⁷

Prima facie, o óbice ao financiamento das empresas em crise à luz desses dispositivos parece evidente, na medida em que a insolvência seria notória e, especialmente na recuperação judicial, reconhecida pelo próprio devedor. Contudo, o problema é tão só aparente.

Por primeiro, a insolvência aludida nos dispositivos em comento se refere ao conceito trazido pelo art. 748 do Código de Processo Civil, segundo o qual haverá insolvência toda vez que as dívidas ultrapassem a importância dos bens do devedor, provando-se, como regra, com a execução da dívida.⁹⁴⁸ No entanto, conforme tratamos em 2.1.1 acima, o desequilíbrio patrimonial não é pressuposto para o pedido de recuperação judicial, embora na grande maioria dos casos o devedor se apresente nesse estado.

Em segundo lugar, o próprio Código Civil, em seu art. 164, ressalva os negócios ordinários indispensáveis à manutenção do estabelecimento, para os quais se presumem a boa-fé e a validade. Com efeito, o devedor pode contrair novos débitos em benefício dos próprios credores preexistentes, quando o endividamento se mostrar imprescindível às atividades e evitar o agravamento do estado de crise, com a ressalva de que a validade do

⁹⁴⁵ Cf. VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil**: Parte Geral. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 445-450.

⁹⁴⁶ Cf. VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil**: Parte Geral..., p. 451.

⁹⁴⁷ Cf. VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil**: Parte Geral..., p. 454.

⁹⁴⁸ Cf. DINIZ, Maria Helena. **Código Civil Anotado**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 187.

negócio comporta presunção *juris tantum*, cabendo, pois, a eventual demonstração da fraude.⁹⁴⁹

Finalmente, a própria LRE, em consonância com o escopo de preservação das empresas ditas viáveis, autoriza a contratação de mútuos pela recuperanda, elevando os respectivos créditos à condição de extraconcursais na falência. Da mesma forma, presume a validade dos atos de endividamento, oneração ou alienação praticados durante a recuperação judicial, desde que realizados conforme a LRE.⁹⁵⁰ Pelo critério da especialidade, aplica-se a norma falimentar, o que não afasta, porém, a incidência das normas do Código Civil naquilo que couber. Desse modo, conclui-se pela presunção de validade das operações de financiamento das empresas em crise, desde que realizadas no curso ordinário dos negócios e sejam indispensáveis à manutenção das atividades da recuperanda ou façam parte do plano de recuperação aprovado pelos credores, para que se atenda aos anseios da LRE. Qualquer operação que destoe desses objetivos estará sujeita a questionamentos.

A mesma lógica aplica-se à outorga de garantias, viabilizada especialmente pelo art. 66 da LRE. Porém, quando se tratar de garantias que não integrem o “ativo permanente” da recuperanda, tais como a cessão fiduciária de recebíveis, a aplicação da norma civil ganha reforço ante o silêncio da lei especial, e novamente devemos nos socorrer do art. 164, acima referido, de modo que a outorga de garantias alheias ao “ativo permanente” somente será permitida quando realizada no curso normal dos negócios, destinar-se à preservação das atividades ou estiver prevista no plano de recuperação judicial. A solução não é simples e depende da análise do caso concreto. Assim, o devedor pode comprovar que não conseguiria obter empréstimos essenciais ao negócio a não ser pela cessão fiduciária de todos os seus recebíveis ou pelo empenho da totalidade de seu estoque. Mas, se essas medidas, por si, impedirem-no de saldar obrigações perante outros credores, tiverem o potencial de comprometer significativamente o caixa da empresa no médio e longo prazo, dificultarem sobremaneira o cumprimento do plano de recuperação ou não apresentarem a respectiva contrapartida em termos contratuais (*e.g.*, taxas de juros mais atraentes), prejudicando o soerguimento da empresa e os credores preexistentes, o negócio poderá ser invalidado.⁹⁵¹ Nesse momento, fundamental será a atuação do

⁹⁴⁹ Cf. DINIZ, Maria Helena. **Código...**, p. 192.

⁹⁵⁰ Art. 74, LRE.

⁹⁵¹ No direito francês, existe previsão específica isentando de responsabilidade os credores de que forneceram alguma ajuda ao devedor após a abertura de um procedimento de *sauvegarde*, *redressement judiciaire* ou de *liquidation judiciaire*, salvo nos casos de fraude, interferência na gestão ou se as garantias tomadas em

administrador judicial e, se houver, do comitê de credores na fiscalização dos contratos celebrados pelo devedor, tomando as medidas cabíveis sempre que for apurada a fraude ou existir potencial obstáculo à recuperação da empresa, lembrando que a descapitalização injustificada ou a realização de operações prejudiciais ao funcionamento da empresa em recuperação é hipótese de afastamento do devedor ou seus administradores, a teor do art. 64, inciso IV, alínea “c”, da LRE.

11.1.4 O risco legal

Segundo Jairo Saddi,⁹⁵² risco legal consiste no “risco de desvalorização de ativos ou de valorização de passivos em intensidade inesperada, perante mudanças na legislação ou regulação, rumos de uma demanda judicial, parecer ou orientação de cunho legal.” Decorre (a) da inadequação do sistema legal ou regulamentar; (b) de falhas na formalização dos negócios, permitindo seu questionamento; (c) de mudanças legislativas repentinas, que proporcionam alterações nos rumos de uma demanda judicial ou orientação jurisprudencial; (d) da diversidade de posicionamentos jurisprudenciais acerca de uma mesma matéria; (e) da deficiência no cumprimento e na aplicação das leis.⁹⁵³

Lorenzo Stanghellini⁹⁵⁴ ressalta que a incerteza normativa constitui grave impedimento ao financiamento das empresas em crise, gerando dificuldades *ex ante* e *ex post*. No que se refere às primeiras, a incerteza e, portanto, o risco legal, surge tanto em

contrapartida ao suporte concedido forem desproporcionais. Neste caso, as garantias podem ser anuladas ou reduzidas pelo juiz (art. L650-1, *Code de Commerce*).

⁹⁵² **Investimentos...**, p. 78.

⁹⁵³ Sobre o risco legal, cf., por exemplo, SADDI, Jairo. **Investimentos...**, p. 78; e YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 27. Ainda nesse sentido, vale lembrar as observações do Banco Mundial acerca da necessidade de um sistema de insolvência sólido e confiável: “[s]trong institutions and regulations are crucial to an effective insolvency system. The insolvency framework has three main elements: the institutions responsible for insolvency proceedings, the operational system through which cases and decisions are processed and the requirements needed to preserve the integrity of those institutions—recognizing that the integrity of the insolvency system is the linchpin for its success. A number of fundamental principles influence the design and maintenance of the institutions and participants with authority over insolvency proceedings.” (THE WORLD BANK. **Principles...**, p. 5). Tradução nossa: “[i]nstituições e regras sólidas são cruciais para um sistema de insolvência eficaz. O regime da insolvência possui três elementos principais: as instituições responsáveis pelo processo de insolvência, o sistema operacional pelo qual os casos e decisões que são processados e os requisitos necessários para preservar a integridade dessas instituições – reconhecendo-se que a integridade do sistema de insolvência é o elemento central para seu sucesso. Diversos princípios fundamentais influenciam a criação e a manutenção das instituições e participantes com autoridade sobre o processo de insolvência.”

⁹⁵⁴ **Linee-guida...**, p. 3-4.

relação aos financiamentos concedidos no âmbito de um plano extrajudicial como àqueles concedidos durante o procedimento concursal formal. Os efeitos negativos da incerteza normativa são agravados porque a operação é avaliada num momento posterior, já que o problema surge quase que por definição quando a recuperação não logra sucesso.

O potencial investidor em empresas em recuperação judicial mede, avalia e precifica os riscos contra o retorno que pode obter, mas ele não pretende lidar com variáveis cuja incerteza não consiga mensurar ou estabelecer um preço que considere justo. Ainda que possa recorrer ao Poder Judiciário para reaver seu crédito, nenhum investidor correrá riscos para depois perder parte ou a totalidade de seus investimentos.⁹⁵⁵

Nos Estados Unidos, a lei proporciona claras expectativas aos credores quanto à sua posição na ordem de recebimento dos créditos de empresas sob o *Chapter 11*, ressalvadas negociações travadas no bojo da elaboração do plano de recuperação, em que se permitem desvios à chamada regra da prioridade absoluta. Porém, tais desvios não atingem diretamente o *DIP lender*, que recebe o valor emprestado antes da homologação do plano pelo juiz.

No Brasil, a forma como a LRE tem sido aplicada demonstra sua baixa previsibilidade e não raro os problemas levados à apreciação do Poder Judiciário recebem soluções claudicantes, sendo frequentes a prorrogação de prazos ditos improrrogáveis pela lei, a liberação de garantias não sujeitas aos efeitos da recuperação e a homologação de planos apresentados no dia da assembleia, dentre muitas outras decisões que, sob o pálio da preservação da empresa, destoam do texto normativo e aumentam a insegurança jurídica, em que pese a inconveniência de muitas das disposições esculpidas na LRE.⁹⁵⁶

Esse problema inibe a concessão de crédito às empresas em crise e reflete, em grande parte, o que Jairo Saddi⁹⁵⁷ denomina anomalia institucional, entendida como o conjunto de desvios institucionais que contribuem para os problemas de crédito no Brasil, sendo a maior delas o chamado ativismo judicial. Uma de suas facetas é denominada politização da justiça, pela qual magistrados decidem conflitos em contrariedade à expressa disposição legal e sem a devida técnica e rigor legislativo, baseados em argumentos ideológicos ou políticos, para a promoção da justiça social. A politização pode ser

⁹⁵⁵ Cf. SADDI, Jairo. **Investimentos...**, p. 82-83.

⁹⁵⁶ Em estudo sobre a lei de falências russa publicado em 2002, Leonard Bierman e Yuri Fedotov observaram que um aspecto essencial de uma sólida legislação concursal é que ela elimine incertezas, o que, segundo os autores, não era o caso de mercados emergentes e economias em transição. Além do mais, notaram que a lei concursal requer um sistema no qual as regras são cumpridas por um judiciário confiável (**Bankruptcy in Russia...**, p. 5).

⁹⁵⁷ **Crédito e Judiciário...**, p. 251-258.

observada em decisões que visam a proteção de certos grupos sociais considerados a parte mais fraca nos processos.⁹⁵⁸

Em linhas gerais, os tribunais são incentivados pela força ou fraqueza de suas instituições ao permitir ou não cobranças eficientes de dívidas e execução de garantias. Diante do quadro de incerteza jurisdicional, em que o credor não sabe o resultado da execução das garantias, exigirá que elas sejam outorgadas por um valor inferior ao de mercado, cobrará juros maiores ou adotará ambas as medidas. Ao lado desses elementos, destacam-se os custos de transação da execução do crédito, alteração do valor das garantias conforme o cenário macroeconômico, oscilação dos níveis de inflação e custos de oportunidade dos valores que não foram pagos.⁹⁵⁹

Para alguns autores,⁹⁶⁰ não é recomendável que os tribunais analisem a relação custo-benefício em discussões envolvendo determinado bem, pois o mercado, desde que concebido como arranjo institucional alternativo, o fará de maneira mais eficiente. Nessa linha, o juiz da recuperação provavelmente não realizaria uma avaliação adequada e independente sobre o valor da empresa ou o impacto de determinado nível de dívida sobre sua viabilidade, podendo subavaliar a empresa ao não utilizar técnicas de avaliação aceitas ou superavaliá-la em prol dos credores de classes inferiores.⁹⁶¹ Por isso, defende-se que o papel do juiz nos processos concursais deve primar pela busca da transparência e pela promoção de um ambiente que estimule o acordo entre devedor e credores.⁹⁶²

Recentemente, o TJSP ingressou no mérito de diversas cláusulas de um plano de recuperação judicial, declarando-as nulas por implicarem “graves violações aos clássicos princípios gerais do direito, a diversos princípios constitucionais e às regras de ordem pública”, como os princípios “da isonomia, da proporcionalidade, da razoabilidade, da propriedade privada”.⁹⁶³ Se, no caso concreto, for constatada nulidade, imperativo seu reconhecimento de ofício pelo juiz, por ser o plano de recuperação espécie de negócio jurídico, sujeito, portanto, às regras do art. 166 e seguintes do Código Civil. Todavia, a interferência do Poder Judiciário no mérito das cláusulas do plano aprovado pelos credores

⁹⁵⁸ Essa constatação não ocorre em determinados sistemas inspirados no sistema alemão, em que os juízes tendem a favorecer os credores hipotecários, já que a lei tipicamente protege credores que devem ser satisfeitos separadamente (AZAR, Ziad Raymond. **Bankruptcy policy**..., p. 345-346).

⁹⁵⁹ Cf. SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário**..., p. 140-141.

⁹⁶⁰ Cf. GOLDBERG, Daniel. **Notas**..., p. 102.

⁹⁶¹ Cf. ROE, Mark. J. **Bankruptcy and debt**..., p. 547-548.

⁹⁶² Cf. AZAR, Ziad Raymond. **Bankruptcy policy**..., p. 372.

⁹⁶³ TJSP. AI 0136362-29.2011.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 28 fev. 2012. DJ 28 fev. 2012. Em sentido semelhante, TJSP. AI 0168318-63.2011.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 17 abr. 2012. DJ 18 abr. 2012.

deve se pautar pelo absoluto zelo e prudência e ser adstrita apenas às situações de evidente nulidade, pois tais cláusulas fundamentam decisões acerca da concessão de novos financiamentos à empresa em crise. De fato, uma profunda ingerência nos acordos entre devedor e credores limitaria excessivamente a liberdade de contratar, à semelhança das antigas concordatas, o que aumentaria a insegurança jurídica e afastaria o crédito essencial à recuperação da empresa.⁹⁶⁴

Ainda sobre a eficiência processual, importa analisar a dinâmica da recuperação judicial no Brasil. O tempo gasto em cada etapa do processo é fundamental para reduzir a incerteza quanto à sobrevivência da empresa, diminuindo os custos de renegociação dos contratos com os antigos fornecedores e de celebração com os novos. A agilidade no processo de recuperação judicial também reduz a depreciação dos ativos da empresa, preservando o valor do negócio.⁹⁶⁵

Nessa esteira, a lentidão do Judiciário brasileiro é fator negativo indicado pela doutrina⁹⁶⁶ como um desincentivo ao mercado de crédito, inclusive o crédito às empresas em crise. Aponta-se a demora na citação ou notificação do devedor, que pode se estender por anos, a lentidão no trâmite dos processos de conhecimento e execução, que também perduram por longos anos, devido às várias maneiras de se postergar uma decisão e ao acesso a recursos em diversas instâncias, com a obtenção de efeitos suspensivos. Soma-se a isso a tendência dos juízes de favorecer o devedor, risco esse que é mais evidente no caso das empresas em recuperação judicial.

Por fim, determinados trabalhos⁹⁶⁷ apontam que, nos países em desenvolvimento, a morosidade dos processos judiciais é reforçada por fatores como a baixa eficiência do sistema judiciário, corrupção e leis pouco desenvolvidas e vagas, o que se desdobra, *e.g.*,

⁹⁶⁴ No caso em apreço, reconheceu-se a nulidade de cláusulas que versavam sobre remissão de dívidas após certo prazo, pagamento com base em percentual da receita líquida do devedor a cada ano, pagamento antecipado de créditos de menor valor dentro da mesma classe, carência de pagamento de trinta e seis meses, ausência de previsão de juros e incidência de correção monetária somente a partir de determinado período. Com exceção da cláusula de carência superior ao período mencionado no art. 61 da LRE, que significa, na nossa interpretação, fraude à lei, já que nenhum pagamento aos credores concursais será feito no período – exceto aqueles previstos no art. 54 da LRE –, as demais cláusulas atacadas não padecem de nulidade por estarem no âmbito da liberdade de contratar, em que pese sua eventual inconveniência aos credores. Entretanto, esse juízo deve ser formulado apenas sob o ponto de vista econômico, não jurídico, pois o mau negócio não é, em princípio, punível legalmente.

⁹⁶⁵ Nesse sentido, cf. FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV. **Relatório Final...**, p. 45. O estudo analisou dezessete processos de recuperação judicial nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro e constatou que a duração média do tempo total entre a propositura da ação e a apresentação do plano de recuperação foi de três meses e vinte e quatro dias, prazo que indicaria rapidez nessa fase do processo, com redução de custos e aumento das chances de reabilitação (**Relatório Final...**, p. 44-48).

⁹⁶⁶ Acerca do problema da aplicação das leis no Brasil e seu impacto no mercado de crédito, cf. PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito...**, p. 203.

⁹⁶⁷ Cf. LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. **Creditor...**, p. 82.

na ausência de adequados sistemas de registro de propriedade, causando longas disputas nos processos concursais, e em padrões contábeis deficientes que tornam difícil a identificação de demandas e do inadimplemento de obrigações.

11.1.5 A concorrência com outros créditos e o conflito de interesses

Outra questão que se coloca é como conciliar os interesses do financiador com o dos credores preexistentes.

Deborah Kirschbaum⁹⁶⁸ sugere que o aumento da taxa de recuperação dos créditos anteriores, decorrente da concessão de novos financiamentos ao devedor, incorpora essa conciliação de interesses. Entretanto, adverte para a dificuldade de se saber qual seria a taxa de recuperação nos diferentes cenários possíveis e seus arranjos (convolação em falência ou aprovação do plano, com ou sem financiamento). Se o financiador concede crédito à empresa em crise é porque acredita que ela pode ser valorizada e, se o devedor pagar regularmente o novo financiamento, o crédito terá cumprido seu propósito de adicionar valor e gerar lucro ao novo credor. A solução, porém, não está livre de objeções.

George G. Triantis,⁹⁶⁹ abordando o *DIP financing* norte-americano, ressalta a incompletude no tratamento da matéria, que não deve focar apenas as possibilidades de retorno ao credor, mas deve se preocupar também se o financiamento será pago com os resultados do emprego lucrativo dos recursos (e, portanto, com o aumento do valor dos ativos), em oposição às transferências de riqueza dos credores preexistentes, as quais resultam da diminuição do valor total dos ativos do devedor em prol dos novos credores. Por isso, a lei deveria prever que os novos financiamentos fossem pagos com o lucro do exercício da atividade.

Por essas e outras razões, diversos conflitos de interesse podem surgir entre o financiador da empresa em crise e os credores preexistentes, ou mesmo entre estes últimos. Assim, credores excluídos da recuperação ou com garantia real podem preferir a falência da empresa ou mesmo ser indiferentes quanto ao resultado do processo, considerando-se que receberão seus créditos com prioridade em relação aos créditos fiscais e demais créditos das classes hierarquicamente inferiores. Por sua vez, os credores sem garantia,

⁹⁶⁸ **A Recuperação...**, p. 142-143.

⁹⁶⁹ **A Theory...**, p. 903.

geralmente inclinados a assumir riscos maiores, tenderão a aprovar as propostas apresentadas pelo devedor, por mais desvantajosas que sejam, diante da remota perspectiva de recuperação de ao menos parte de seus créditos em eventual falência.

A doutrina⁹⁷⁰ ressalta que os diferentes interesses de credores, sócios e administradores da empresa em crise acarretam custos extras de monitoramento aos financiadores, o que poderia tornar o mercado de dívidas de empresas em crise ineficiente, pois nem sempre o devedor que toma novos créditos será capaz de arcar com taxas de juros majoradas por tais custos.

O conflito de interesses pode envolver não apenas credores, mas também administradores e sócios, o que é altamente prejudicial à recuperação da empresa em crise.⁹⁷¹

Antes de obter novos financiamentos, a empresa em recuperação judicial deveria harmonizar todos esses interesses, em especial dos credores concursais e extraconcursais, o que na prática quase nunca é uma tarefa fácil.⁹⁷²

11.1.5.1 O pagamento de outros credores durante a recuperação judicial

Conforme já dissemos, o novo financiamento não tem prioridade de pagamento na recuperação judicial e será liquidado nos termos contratualmente estabelecidos. A consideração acerca da existência de outros credores não reside apenas no potencial prejuízo que os novos financiamentos podem lhes causar, mas também deve se ter em conta as obrigações que terão de ser cumpridas pelo devedor por força do plano de recuperação judicial, aquelas assumidas com outros financiadores ou então contraídas perante credores excluídos da recuperação por força de lei, aumentando o risco de que o

⁹⁷⁰ Cf. ROE, Mark. J. **Bankruptcy and debt...**, p. 566.

⁹⁷¹ Michelle M. Harner traz um exemplo de conflito destrutivo envolvendo um *DIP loan* norte-americano, no caso da *American Remanufacturers, Inc.* Ao ingressar com pedido sob o *Chapter 11* em novembro de 2005, a empresa requereu aprovação judicial para um *DIP loan* a ser concedido por seu credor de maior posição hierárquica: *Black Diamond*. O financiamento envolveu US\$ 31 milhões e a venda imediata de seus ativos ao credor por aproximadamente US\$ 32 milhões. Dois credores de hierarquia menor, *DDJ Capital Management LLC* e *Airlie Opportunity Master Fund, Ltd.*, contestaram o financiamento e formularam sua própria oferta de financiamento, além de apresentarem um plano autônomo de recuperação para a empresa. Antes que a controvérsia pudesse ser resolvida, houve convolação em falência e os ativos que integravam os estoques foram liquidados por apenas US\$ 7,7 milhões (**The corporate...**, p. 755-756).

⁹⁷² Cf. SADDI, Jairo. **Investimentos...**, p. 79.

valor captado com o financiamento seja empregado unicamente no pagamento desses credores e não na manutenção das operações.

A comparação entre os novos credores e os credores preexistentes está intimamente ligada à estrutura da capital da empresa. Geralmente, a recuperanda apresenta patrimônio líquido negativo, situação que pode ser revertida com a aprovação do plano de recuperação judicial. Contudo, devem-se considerar os níveis prioridades dos débitos em aberto e os efeitos da recuperação judicial sobre cada um deles. Algumas espécies de financiamento são feitas via arrendamento mercantil ou com garantias fiduciárias, que estão excluídas do plano de recuperação judicial. Dessa forma, empréstimos concedidos a empresas com alto percentual de débitos dessa ordem serão certamente mais arriscados,⁹⁷³ na medida em que o credor poderá excutir bens essenciais às operações da empresa, com a ressalva da parte final do § 3º do art. 49 da LRE, a seguir abordada. Não obstante, é possível que o novo crédito seja direcionado ao pagamento desses credores quando tal prática contribuir para a manutenção das atividades.⁹⁷⁴

Ademais, sabe-se que o elevado montante do passivo trabalhista e fiscal afasta os investidores em empresas em recuperação judicial.

Segundo dispõe a LRE, os créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho, vencidos até a data do pedido de recuperação, serão pagos em até um ano.⁹⁷⁵ Adicionalmente, os créditos de natureza estritamente salarial, vencidos nos três meses anteriores ao pedido, até o limite de cinco salários mínimos por trabalhador, deverão ser pagos em até trinta dias.⁹⁷⁶ Desse modo, o financiador deverá levar em conta que a empresa terá de cumprir essas obrigações, que muitas vezes concorrerão com o pagamento das parcelas do financiamento concedido.

Por sua vez, as execuções fiscais não são suspensas pelo deferimento da recuperação judicial, ressalvada a concessão de parcelamento nos termos do Código

⁹⁷³ Nesse sentido, cf. STRAHAN, Philip E. **Borrower Risk...**, p. 14.

⁹⁷⁴ Cf. PAIVA, Luiz Fernando Valente de. **Apresentação...**, p. 77.

⁹⁷⁵ Art. 54, *caput*, LRE.

⁹⁷⁶ Art. 54, parágrafo único, LRE. Manoel Justino Bezerra Filho defende que o pagamento deve ser realizado em trinta dias após a juntada do plano de recuperação e não após a aprovação deste, pela não especificação de outro termo inicial de contagem, tal como feito em diversas passagens da LRE, e pela urgência e prioridade absoluta desses créditos (**Lei de Recuperação...**, p. 161). Diverso é o escólio de Rachel Sztajn, para quem o prazo é contado a partir da aprovação do plano (In: SOUZA JUNIOR..., p. 269). Já Jorge Lobo advoga que o prazo para pagamento dos créditos de natureza estritamente salarial no processo recuperacional tem início na data da concessão da recuperação judicial, entendimento que nos parece mais de acordo com os propósitos da lei, no sentido de garantir a preservação das empresas viáveis (**Comentários à Lei...**, p. 218).

Tributário Nacional e da legislação ordinária específica,⁹⁷⁷ embora haja decisões sustentando que os atos de alienação ficam suspensos até que o devedor possa aproveitar esse benefício, conforme nos referimos em 8.1.1.3. À luz dessa previsão legal, caso o devedor não ingresse em nenhum programa de parcelamento, o financiador da recuperanda deverá quantificar esse passivo e considerá-lo na mensuração da capacidade de pagamento do devedor, pois ainda que eventual montante penhorado não possa servir de pagamento ao fisco, há o risco de permanecer indisponível por força de medidas constritivas adotadas nas execuções fiscais.

O financiador também deve considerar que a empresa em recuperação judicial terá de arcar com a remuneração do administrador judicial e de seus auxiliares, despesas do processo (editais, realização de assembleias etc.), contratação de advogados e profissionais especializados.⁹⁷⁸

Além disso, uma vez aprovado o plano de recuperação judicial, o devedor poderá ter que pagar de imediato determinados credores concursais, além dos trabalhistas, conforme negociado durante a assembleia de credores. Malgrado seja comum a concessão de carência para o pagamento das primeiras parcelas, nem sempre isto ocorre e o financiador deverá avaliar se o resultado da atividade da empresa será capaz de pagar também essas parcelas de vencimento imediato, que contam ainda com um agravante: caso inadimplidas, a consequência será a convolação da recuperação em falência.⁹⁷⁹ Em razão disso, numa situação de insuficiência de recursos em caixa, o devedor terá mais incentivos para deixar de pagar o novo financiamento e quitar as obrigações assumidas no plano, já que o horizonte para eventual decretação de falência nesse caso será mais longínquo.

Por fim, o financiador da empresa em recuperação judicial também deverá avaliar a existência ou não de credores excluídos dos efeitos da LRE (arts. 193 e 194),⁹⁸⁰ contratos de arrendamento mercantil de aeronaves e seus componentes (art. 199, §§ 1º e 2º)⁹⁸¹ e credores por ACC,⁹⁸² cujos créditos podem ser exigidos de imediato durante a recuperação, o que prejudica o pagamento dos financiamentos concedidos ou, em última instância,

⁹⁷⁷ Art. 6º, § 7º, LRE.

⁹⁷⁸ Nos Estados Unidos, a prioridade absoluta eventualmente conferida pelo juiz aos *DIP lenders* com garantia pode estar sujeita a exceções denominadas “*carve outs*”, para assegurar o pagamento de profissionais, do *U.S. Trustee* e das despesas do processo até determinado limite, após o qual haverá rateio desses créditos (Cf. COUSINS, Scott D. **Postpetition...**, p. 784-785).

⁹⁷⁹ Art. 61, § 1º, LRE.

⁹⁸⁰ Ver 8.1.1.5.3 *retro*.

⁹⁸¹ Ver 8.1.5 *retro*.

⁹⁸² Art. 49, § 4º, LRE. Para comentários sobre os ACCs e sua natureza jurídica, ver 8.1.1.5.2 *supra*.

pode motivar a decretação de falência da recuperanda. Há também os chamados “credores proprietários”, a seguir abordados.

11.1.5.2 A exclusão dos “credores proprietários”

A exclusão, da recuperação judicial, dos chamados credores proprietários, mencionados no art. 49, § 3º, da LRE, e dos ACCs tem sido apontada como grande obstáculo para que a empresa em crise obtenha novos recursos.⁹⁸³ Segundo parte da doutrina,⁹⁸⁴ trata-se de privilégio outorgado às instituições financeiras, que poderão imediatamente expropriar o fluxo de caixa presente e futuro da recuperanda, agravando ainda mais sua situação.

Noticia-se que, durante sua tramitação no Congresso Nacional, o Projeto de Lei n. 4.376/93 sofreu uma série de modificações que teriam alterado os seus rumos teleológicos originais, preocupando-se notadamente com a recuperação do chamado capital financeiro,⁹⁸⁵ de modo que houve quem entendeu que tais modificações foram de tamanha profundidade que não se conseguiu formular um sistema que permita a recuperação das empresas.⁹⁸⁶

⁹⁸³ Cf. PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. **Financiamento...**

⁹⁸⁴ Cf. PERIN JUNIOR, Ecio. **Curso...**, p. 415.

⁹⁸⁵ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 52-53. O jurista lembra que a corrente defensora desse posicionamento “[a]rgumentava, a princípio corretamente, que a recuperação de qualquer empresa, em qualquer lugar do mundo capitalista, depende fundamentalmente de financiamento e que o único setor capaz de fornecê-lo em quantidade suficiente é o setor bancário. No entanto – continuava dizendo –, não basta apenas o fornecimento de financiamento, sendo necessário que tal financiamento seja fornecido a juros não extorsivos, seja fornecido a juros que a atividade empresarial tenha condições de pagar. Prosseguia afirmando, ainda corretamente, que um dos elementos que influem na formação dos juros é a avaliação do risco; quanto menor o risco, menores os juros. A partir deste pensamento, até aqui corretamente formulado, esta corrente conseguiu tornar verdade a afirmação de que a lei de recuperação, para propiciar efetivamente recuperação, deveria propiciar condições privilegiadas de retorno do capital investido na sociedade empresária em recuperação ou em falência, de tal forma que a diminuição do risco propiciaria a baixa dos juros.”

Para outros autores, os incentivos conferidos pela LRE aos bancos, como no caso da elevação da ordem de preferência dos credores com garantia real na falência, não beneficiam o banqueiro, mas todo o sistema, pela alocação do capital produtivo de uma empresa falida em uma nova empresa que continuará a produzir (cf. PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito...**, p. 222).

⁹⁸⁶ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 133. A prática, contudo, mostrou estarem aparentemente equivocados aqueles que assim pensavam, haja vista que há empresas que, por cumprirem em dia as obrigações assumidas no plano de recuperação, já requereram o encerramento do processo. Como exemplo, tomemos matéria publicada no jornal Valor Econômico em 20 de janeiro de 2009: “Recrusul conclui recuperação judicial três anos após pedido” (BAETA, Zínia. Recrusul conclui recuperação judicial três anos após pedido. **Valor Econômico**, São Paulo, 20 jan. 2009, p. E1).

A mais polêmica dessas modificações consiste na exclusão dos efeitos da recuperação judicial dos credores arrolados no § 3º do art. 49 da LRE.⁹⁸⁷ Durante os trâmites legislativos do projeto que originou a LRE, argumentou-se pela necessidade de sopesamento entre a proteção ao direito de propriedade (fiduciária) e a efetiva recuperação das empresas em dificuldade, tendo sido encontrada o que se denominou “solução de equilíbrio”:

não se suspendem as ações relativas aos direitos dos credores proprietários, mas elimina-se a possibilidade de venda ou retirada dos bens durante os 180 dias de suspensão, para que haja tempo hábil para a formulação e a aprovação do plano de recuperação judicial. Encerrado o período de suspensão, todos os direitos relativos à propriedade são devolvidos ao seu titular. Como essas obrigações não se sujeitam à recuperação judicial, naturalmente o plano aprovado deverá prever o pagamento desses credores em condições satisfatórias, sob pena de estes exercerem o direito de retirada dos bens e inviabilizarem a empresa. A inspiração para essa solução decorre do disposto no art. 170 da Constituição, que tutela, como princípios da ordem econômica, o direito de propriedade e a sua função social.⁹⁸⁸

A propriedade fiduciária constitui-se mediante a realização de um negócio jurídico⁹⁸⁹ caracterizado pela transferência, a determinado credor, da propriedade resolúvel e da posse indireta de um bem móvel ou imóvel em garantia a um débito, cuja extinção provoca a resolução da propriedade fiduciária.⁹⁹⁰

De acordo com o Código Civil, sua constituição é permitida somente para bens móveis infungíveis,⁹⁹¹ mas leis especiais preveem a possibilidade de sua aplicação a bens imóveis e a bens fungíveis.⁹⁹² Neste último caso, a lei e a doutrina diferenciam alienação

⁹⁸⁷ Art. 49, § 3º: “Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.”

⁹⁸⁸ Cf. TEBET, Ramez. **Parecer nº 534**..., p. 37.

⁹⁸⁹ Para Maria Helena Diniz, trata-se de negócio jurídico bilateral, oneroso, acessório (pois sua existência depende da obrigação que ele garante), formal e indivisível (**Tratado teórico e prático dos contratos**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, v. 5, p. 66).

⁹⁹⁰ Cf. DINIZ, Maria Helena. **Tratado**..., p. 65.

⁹⁹¹ Art. 1.361, Código Civil.

⁹⁹² Assim, Lei n. 9.514/97, art. 17, e Lei n. 4.728/65, art. 66-B, § 3º, respectivamente. Outros exemplos de constituição de propriedade fiduciária podem ser encontrados na LSA (relativamente a alienação fiduciária ações, debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição); Lei n. 7.565/86 (cujo art. 148 e seguintes dispõem sobre alienação fiduciária de aeronaves); e Decreto-lei n. 413/69 (alienação fiduciária em garantia às cédulas de crédito industrial).

fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis e de títulos de crédito, muito embora ambas sejam negócios jurídicos pelos quais se constitui a propriedade fiduciária.⁹⁹³ Por sua vez, o Código Civil classifica os direitos creditórios como bens móveis incorpóreos.⁹⁹⁴

Assim, muitos credores vêm pleiteando a exclusão de seus créditos dos efeitos da recuperação judicial com o argumento de que estariam eles garantidos pela cessão fiduciária de direitos creditórios ou de títulos de crédito.⁹⁹⁵ Por meio dessa garantia, opera-se a transferência da titularidade dos créditos ou títulos cedidos até a liquidação da dívida garantida,⁹⁹⁶ permitindo-se ao credor receber diretamente dos devedores os créditos cedidos ou encerrados na cártula para amortizar a dívida do cedente.⁹⁹⁷ Difere ela, portanto, da regra geral do Código Civil aplicável ao negócio fiduciário, pela qual é vedado o pacto comissório e somente é admitida a dação em pagamento após o vencimento da dívida, desde que o credor anua.⁹⁹⁸

Apesar disso, o dispositivo da LRE vem gerando grande polêmica no meio jurídico, ensejando posições doutrinárias e jurisprudenciais diametralmente opostas.

Os defensores da indigitada cessão fiduciária de recebíveis ou “trava bancária”, como vem sendo chamada, alegam que tal mecanismo gera um efeito *ex ante* positivo ao reduzir o custo do crédito, uma vez que esses recebíveis ou títulos de crédito não sofrem os efeitos da recuperação,⁹⁹⁹ podendo ser cobrados a qualquer momento após seu vencimento, inclusive durante o *stay period*, em concorrência, portanto, com os novos financiamentos concedidos às empresas em recuperação judicial. O argumento vale para as demais espécies de propriedade fiduciária, exceto quando se tratar de bens de capital essenciais à atividade empresarial, que permanecem na posse do devedor pelo período de cento e oitenta dias.

⁹⁹³ Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **A trava...**, p. 62. Exemplos de cessão fiduciária são encontrados na Lei n. 9.514/97 (cujo art. 17, inciso II, trata de cessão fiduciária de créditos ou recebíveis imobiliários); Lei n. 4.864/65 e Decreto-lei n. 70/66 (cessão fiduciária de crédito para construção civil); e Lei n. 8.987/95, art. 28-A (cessão fiduciária de recebíveis para financiamentos concedidos às concessionárias de serviço público).

⁹⁹⁴ Art. 83, inciso III, Código Civil. Na mesma esteira, cf. ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de; CHALHUB, Melhim Namem. A propriedade fiduciária e a recuperação de empresas. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, set. 2009, p. 138; COELHO, Fábio Ulhoa. **A trava...**, p. 63; e MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Cessão...**, p. 43.

⁹⁹⁵ A exclusão contida no art. 49, § 3º, parece guardar alguma consonância com o disposto no art. 20 da Lei n. 9.514/97, que autoriza o cessionário fiduciário, no caso de falência do devedor fiduciante, a prosseguir no exercício de seus direitos na forma disposta na lei.

⁹⁹⁶ Art. 66-B, § 4º, Lei n. 4.728/65, c/c art. 18, Lei n. 9.514/97.

⁹⁹⁷ Art. 66-B, § 4º, Lei n. 4.728/65, c/c art. 19, inciso IV, § 1º, Lei n. 9.514/97.

⁹⁹⁸ Art. 1.365, *caput* e parágrafo único, Código Civil.

⁹⁹⁹ Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **A trava...**, p. 62.

Nessa linha, parte da doutrina defende que os negócios fiduciários são institutos de direito econômico, regulados por princípios jurídicos próprios, e que não seguem a ideia de justiça, mas de eficácia técnica, servindo de instrumentos ao desenvolvimento econômico e social do país, o que embasaria sua exclusão dos processos de recuperação judicial e de falência.¹⁰⁰⁰ Ademais, há autores que estabelecem distinção entre os direitos reais de garantia (penhor, hipoteca e anticrese) e os direitos reais em garantia (propriedade fiduciária e suas espécies), concluindo que, neste último caso, estar-se-ia resguardando o direito constitucional de propriedade ao se excluir tais credores dos efeitos da recuperação.¹⁰⁰¹ Outro argumento se refere ao fato de que a LRE exclui da recuperação judicial os créditos garantidos por propriedade fiduciária de uma forma geral, não fazendo qualquer ressalva à cessão fiduciária, entendimento que vem se consolidando em diversos tribunais.¹⁰⁰²⁻¹⁰⁰³

Em tese, a cessão fiduciária não estaria atingida pela restrição contida no final do § 3º do art. 49 da LRE, pois não se trata de cessão de bens de capital, cuja definição, segundo alguns autores, pode ser encontrada no art. 2º, inciso I, do Decreto n. 2.179/97.¹⁰⁰⁴ Enquanto os bens de capital integram o ativo imobilizado do devedor, os créditos compõem o ativo realizável e, a partir da cessão, ainda que fiduciária, o devedor fiduciante perde a titularidade deles.¹⁰⁰⁵ Ainda, há outros aduzindo que a restrição não se aplicaria à cessão fiduciária por não serem os créditos suscetíveis de posse,¹⁰⁰⁶ embora os títulos de crédito o sejam.

¹⁰⁰⁰ Cf. LOBO, Jorge. Cessão fiduciária de recebíveis na recuperação. **Valor Econômico**, São Paulo, 24 fev. 2010. Legislação & Tributos, p. E2.

¹⁰⁰¹ Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **A trava...**, p. 62.

¹⁰⁰² Cf. TJSP. AI 627.659.4/3-00. CEF RJ. Relator: Des. Romeu Ricúpero. j. 28 jul. 2009. DJ 06 ago. 2009; TJSP. AI 541.816.4/4-00. CEF RJ. Relator: Des. Costa Telles. j. 07 maio 2008. DJ 13 maio 2008; TJSP. AI 7.328.922-2. 15ª Câmara de Direito Privado. Relator: Des. Edgard Jorge Lauand. j. 07 abr. 2009. DJ 29 abr. 2009; TJPR. AI 471.823-6. 17ª Câmara Cível. Relator: Des. Lauri Caetano da Silva. j. 27 maio 2009. DJ 09 jun. 2009; e TJMT. AI 109547/2011. 1ª Câmara Cível. Relator: Des. Orlando de Almeida Perri. j. 10 jan. 2012. DJe 17 jan. 2012.

¹⁰⁰³ O Projeto de Lei n. 4.586/2009, de autoria do deputado Carlos Bezerra, propõe que o caput do art. 49 da LRE seja alterado para incluir expressamente na recuperação judicial os créditos garantidos por cessão fiduciária de títulos de crédito, ainda que não vencidos. Note-se, porém, que o projeto refere-se apenas a títulos de crédito, não se aplicando tal restrição a recebíveis, sugerindo que a LRE deve dar tratamento distinto a ambos.

¹⁰⁰⁴ Cf. ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de; CHALHUB, Melhim Namem. **A propriedade...**, p. 139-140. A definição de bens de capital inclui “máquinas, equipamentos, inclusive de testes, ferramental, moldes e modelos para moldes, instrumentos e aparelhos industriais e de controle de qualidade, novos, bem como os respectivos acessórios, sobressalentes e peças de reposição, utilizados no processo produtivo e incorporados ao ativo permanente”. Entretanto, conforme disposto no caput do art. 2º do Decreto n. 2.179/97, temos que a definição se restringiria aos fins daquele Decreto, que regulamenta a redução de impostos prevista na Lei n. 9.440/97.

¹⁰⁰⁵ Cf. ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de; CHALHUB, Melhim Namem. **A propriedade...**, p. 140.

¹⁰⁰⁶ Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **A trava...**, p. 63.

Os que advogam pela inclusão dos créditos garantidos por cessão fiduciária de recebíveis sustentam que coisas incorpóreas, tais como direitos creditórios, não teriam sido excepcionadas pelo art. 49, § 3º, da LRE, que faz referência apenas à propriedade fiduciária de bens móveis e imóveis, o que, interpretado em consonância com a parte final do dispositivo, somente seria aplicável a bens materiais, pois só estes poderiam ser retirados do estabelecimento.¹⁰⁰⁷ Por outro lado, há os que entendem que o dispositivo trata apenas de bens móveis infungíveis, não podendo se estender a direitos de crédito, que seriam fungíveis por natureza.¹⁰⁰⁸ Todavia, defende-se que um crédito pode ser facilmente tornado infungível pela descrição de alguns de seus elementos, tais como credor, devedor, valor e data de constituição.¹⁰⁰⁹

Outros, valendo-se de interpretação sistemática, sustentam que a LRE faz distinção entre cessão fiduciária e alienação fiduciária, e somente nesta última o credor passaria à condição de proprietário fiduciário da coisa (bem móvel ou imóvel), enquanto na primeira ele figuraria apenas como cessionário do crédito, titular de um direito pessoal.¹⁰¹⁰

Há ainda quem propugne que a cessão fiduciária de recebíveis deve ser tratada como penhor sobre direitos creditórios, regido pelo § 5º do art. 49,¹⁰¹¹ haja vista a semelhança entre os institutos, pois em ambos o credor fiduciário pode receber o crédito diretamente do respectivo devedor.¹⁰¹² Isso implicaria a necessidade de depósito dos valores em conta vinculada durante os cento e oitenta dias posteriores ao deferimento do processamento da recuperação, assegurando-se inclusive a renovação das garantias por outros créditos de mesmo valor e natureza, o que proporcionaria um fôlego financeiro ao devedor. No entanto, como a cessão fiduciária não se submete aos efeitos da recuperação judicial, ainda que os recursos não possam ser levantados pelo credor durante o período supracitado, findo esse período, tal levantamento pode ocorrer.¹⁰¹³ Ressalte-se, porém, a

¹⁰⁰⁷ TJMG. AI 1.0109.08.012108-9/001. 6ª Câmara Cível. Relator: Des. Maurício Barros. j. 09 jun. 2009. DJ 03 jul. 2009. Sobre o tema, o TJSP editou a Súmula n. 59, em aparente discordância desse entendimento: “[c]lassificados como bens móveis, para os efeitos legais, os direitos de créditos podem ser objeto de cessão fiduciária.”

¹⁰⁰⁸ Conforme lembra Eduardo Secchi Munhoz (*Cessão...*, p. 43).

¹⁰⁰⁹ Cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito...*, p. 249 (nota).

¹⁰¹⁰ Cf. ESTEVAM, Lincoln Fernando Pelizzon. Trava bancária e recuperação de empresas. *Valor Econômico*, São Paulo, 26 set. 2008. Legislação & Tributos, p. E2.

¹⁰¹¹ Art. 49, § 5º: “Tratando-se de crédito garantido por penhor sobre títulos de crédito, direitos creditórios, aplicações financeiras ou valores mobiliários, poderão ser substituídas ou renovadas as garantias liquidadas ou vencidas durante a recuperação judicial e, enquanto não renovadas ou substituídas, o valor eventualmente recebido em pagamento das garantias permanecerá em conta vinculada durante o período de suspensão de que trata o § 4º do art. 6º desta Lei.”

¹⁰¹² Nesse sentido, TJSP. AI 630.478-4/4. CEFRJ. Relator: Des. Elliot Akel. j. 06 out. 2009. DJ 16 out. 2009.

¹⁰¹³ Na mesma esteira, cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão...*, p. 44-45. O jurista parte do pressuposto de que o crédito é bem fungível e, portanto, a garantia poderia ser substituída pelo devedor por outro

existência de posição doutrinária que defende a interpretação do § 5º do art. 49 em consonância com o § 1º do art. 50, o qual prevê que a alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor,¹⁰¹⁴ o que esvaziaria a eficácia da norma contida no § 5º para a hipótese tratada. Adicionalmente à interpretação conjugada dos §§ 3º e 5º do art. 49, quanto à referência a bens de capital, contida no final do § 3º em comento, há entendimento de que seria interpretação excessivamente literal e desvinculada das finalidades da LRE não abarcar em seu sentido os créditos objeto de cessão fiduciária, pois seu levantamento comprometeria a recuperação, justificando que permanecessem bloqueados em conta vinculada, tal como disciplina o § 5º.¹⁰¹⁵

Outrossim, sob o estandarte da preservação da empresa e da função social do contrato, há decisões judiciais que classificam a cessão de recebíveis como penhor de crédito graças à interpretação sistemática do art. 49 da LRE e do § 3º do art. 66-B da Lei n. 4.728/66, pela qual este último dispositivo somente autorizaria a propriedade fiduciária de coisa fungível passível de venda, o que não ocorreria com os recebíveis em dinheiro.¹⁰¹⁶ No caso, entretanto, foi autorizado o levantamento de 50% dos recebíveis pelo credor fiduciário.

Há ainda os que advogam pela submissão da cessão fiduciária aos efeitos da recuperação judicial porque o legislador simplesmente não quis excluí-los, pois se quisesse teria sido expreso no art. 49, § 3º.¹⁰¹⁷

Por fim, é de se notar que o descumprimento das formalidades essenciais à constituição do negócio fiduciário, particularmente o registro do contrato no cartório de títulos e documentos do domicílio do devedor, coloca o credor na mesma posição dos demais credores do devedor em recuperação judicial.¹⁰¹⁸

Sem prejuízo do debate acima referido, fato é que a exclusão dos “credores proprietários”, dentre os quais se incluem, no nosso entendimento, aqueles por cessão fiduciária de recebíveis, decorre de expressa disposição de lei e, sem dúvida, dificulta a

crédito, sem que houvesse prejuízo ao credor. Todavia, é certo que há credores que preferem determinados créditos a outros, especialmente quando confiam ou conhecem mais um devedor do que outro, o que cristaliza ainda mais a ideia de que um crédito pode ser facilmente tornado infungível.

¹⁰¹⁴ Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação...**, p. 141.

¹⁰¹⁵ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Cessão...**, p. 44.

¹⁰¹⁶ TJRJ. AI 2009.002.02081. 2ª Câmara Cível. Relator: Des. Alexandre Freitas Câmara. j. 25 mar. 2009.

¹⁰¹⁷ Cf. PERIN JUNIOR, Ecio. **Curso...**, p. 428.

¹⁰¹⁸ Nesse sentido, TJSP. AI 524.879-4/6-00. CEF RJ. Relator: Des. Lino Machado. j. 28 maio 2008. DJ 05 jun. 2008. O TJSP, mais recentemente, consolidou esse entendimento na Súmula n. 60, cujo teor é o seguinte: “[a] propriedade fiduciária constitui-se com o registro do instrumento no registro de títulos e documentos do domicílio do devedor.”

recuperação judicial da empresa, afastando, por conseguinte, os potenciais financiadores. Melhor seria que a LRE submetesse esses créditos à recuperação judicial, porém conferindo-lhes alguma vantagem no plano de recuperação, como limitação do percentual de deságio aplicável ou prazo de pagamento preestabelecido. Alternativamente, poderia a LRE ao menos submetê-los ao *stay period*, para que a empresa tenha condições de reorganizar seu caixa.

11.1.6 A ausência de um mercado secundário de créditos concedidos às empresas em crise

Com um diploma concursal relativamente novo, o Brasil ainda não desenvolveu um mercado de créditos direcionados a empresas em recuperação judicial. Além de algumas experiências isoladas, há notícias de uns poucos financiamentos concedidos para reestruturação de empresas tecnicamente solventes, todavia, com problemas econômico-financeiros, mas muitos consistiram em “empréstimos-ponte” em processos de fusão e aquisição de empresas.¹⁰¹⁹

Tampouco se diga que existe um mercado secundário de dívidas contra empresas em recuperação judicial, o que vem sendo apontado, especialmente por bancos, como um dos entraves ao financiamento dessas empresas.¹⁰²⁰ Muito se deve à falta maturidade nos agentes de mercado para investir em empresas em crise e fomentar a criação de um ambiente propício à circulação do crédito contra elas. Mas a ausência de incentivos legais à criação desse mercado é um fator relevante.¹⁰²¹

A existência de um mercado secundário é importante para que credores, particularmente bancos, possam retirar de seu balanço créditos de liquidação duvidosa e reduzir a necessidade de provisionamentos. Além disso, permite que o credor diminua sua exposição a determinado setor da economia. Por fim, tal mercado secundário confere

¹⁰¹⁹ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 150.

¹⁰²⁰ Cf. TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL – TMA BRASIL. Comitê de soluções Financeiras. **Financiamento...**

¹⁰²¹ A Espanha alterou recentemente sua lei de falências visando facilitar o desenvolvimento de um mercado de dívidas de empresas em crise e promover alternativas para a reorganização dessas empresas. Pelo art. 122, n. 1, 2º, da *Ley 22/2003*, não possuem direito de voto nas assembleias de credores aqueles que adquiriram seus créditos por atos *inter vivos* após instauração do concurso, exceto se a aquisição tenha ocorrido a título universal, como consequência de um cumprimento forçado, ou por uma entidade sujeita a supervisão financeira.

liquidez aos créditos inadimplidos e possibilidade de saída imediata do processo concursal, com redução dos custos de transação.¹⁰²²

Os fundos de investimento seriam, em tese, importantes agentes no fomento ao mercado secundário de dívidas contra empresas em crise, tal como aventamos em 6.3.1 acima. Contudo, haveria dificuldades em se tratando de créditos surgidos após o início do processo, pois o valor oferecido pelo adquirente do crédito pode não ser atrativo a ponto de conferir a liquidez necessária ao desenvolvimento desse mercado. Além disso, deve-se distinguir entre a aquisição de créditos sujeitos aos efeitos da recuperação e aqueles surgidos após o pedido. Como os primeiros possuem direito de voto nas assembleias de credores, sua influência para o deslinde do processo é mais decisiva, na medida em que conferem o direito de aprovar ou rejeitar o plano de recuperação, não obstante a possibilidade de arranjos contratuais outorgarem considerável poder decisório aos financiadores das empresas em crise.

Em outros países, a prática do *distressed debt investing*, ou investimento em créditos problemáticos, é mais comum e conta com a participação de investidores dispostos a adquirir créditos contra empresas em crise. A partir dessa estratégia, passam a deter parcela substancial desses créditos e exercem significativa influência sobre os rumos do processo de reorganização, inclusive com a conversão de seus créditos em participação societária após a aprovação do plano de recuperação.¹⁰²³ Contudo, no Brasil, essa operação apresenta inconvenientes aos quais já nos referimos em 6.1.1.

Nos Estados Unidos, os *distressed debt investors* tipicamente são investidores institucionais, como fundos de *hedge*, *private equities* e bancos que desenvolveram áreas especializadas nessa atividade. Fundos de pensão e fundos mútuos, salvo poucas exceções, não são atuantes nesse mercado. Por outro lado, seguradoras e empresas de arrendamento mercantil podem investir direta ou indiretamente nele. Contudo, aponta-se que os fundos de *hedge* parecem ser o grupo mais atuante naquele mercado.¹⁰²⁴

¹⁰²² Cf. PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. Recuperação judicial e cessão de créditos: a polêmica do direito de voto. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, set. 2009, p. 108.

¹⁰²³ Assim ocorreu com a empresa norte-americana *Allied Holdings, Inc.*, a qual ingressara em 2005 com pedido fundado no *Chapter 11* da lei falimentar daquele país. Dois fundos controlados pela *Yucaipa Companies* adquiriram US\$ 98,8 milhões de um total de US\$ 196,6 milhões de créditos quirografários contra a empresa, e passaram a negociar a recuperação com o próprio devedor, com o comitê de credores quirografários e com os sindicatos de trabalhadores, de modo que, após a homologação do plano de recuperação, tornou-se acionista controladora da companhia (cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 705-706).

¹⁰²⁴ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 714.

Esses investidores utilizam diversas estratégias para atingir ganhos. No curto prazo, podem vender o crédito com lucro tão logo o adquiram. No longo prazo, podem adquirir o crédito e esperar seu vencimento ou tentar convertê-lo em participação societária, como parte de uma reestruturação financeira da empresa, realizando lucros com a posterior venda dessa participação ou influenciando os negócios da empresa para ajudá-la a superar a crise e valorizá-la.¹⁰²⁵

11.2 Obstáculos sob a perspectiva da empresa em crise

Vejamos agora quais são os obstáculos ao financiamento das empresas em crise principalmente da perspectiva do devedor.

11.2.1 O estigma das empresas em dificuldade e a desconfiança do credor

Ao lado dos problemas acima abordados, existe o estigma das empresas em dificuldade, bastante arraigado em nosso país como um resquício da cultura que remanesce da antiga lei de falências. Estigma é a desvalorização social de alguém cuja conduta destoa ou contraria as normas de comportamento de determinado grupo social.¹⁰²⁶

Intuitivamente, potenciais credores podem se recusar a conceder empréstimos a empresas em recuperação judicial, dado que elas não foram capazes de cumprir os compromissos assumidos com os credores preexistentes.¹⁰²⁷ Contudo, a crise é estigmatizada não apenas por representar a falha de alguém, mas porque viola regras de confiança, honra e parcimônia bastante arraigadas em muitos locais. Ao quebrar a

¹⁰²⁵ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 716-717. Sobre a matéria, Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen salientam a possibilidade de investidores com visão de longo prazo e conhecimento sobre os possíveis rumos do processo recuperacional obterem retornos mais expressivos. Uma das maneiras de fazê-lo consiste em fornecer liquidez aos credores mais impacientes, adquirindo seus créditos com deságio. Outro modo é participar ativamente do processo, avaliando a capacidade de recuperação do devedor ou encontrando valores negligenciados nos papéis emitidos pelo devedor, para obter um maior ganho em relação aos credores pouco atuantes (**Anti-Bankruptcy...**, p. 14).

¹⁰²⁶ Cf. EFRAT, Rafael. Bankruptcy stigma: plausible causes for shifting norms. **22 Emory Bankr. Dev. J.**, 2005-2006, p. 483.

¹⁰²⁷ Cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 3.

confiança depositada pelos credores, o devedor é estigmatizado pela sociedade, na medida em que a crise econômica ou financeira sugere comportamentos imprudentes, enganosos, criminosos ou contrários a valorizados princípios de frugalidade.¹⁰²⁸

De fato, em muitos casos, a crise empresarial é associada a situações de fraude, de modo que o devedor se torna mal visto pela sociedade, especialmente quando inexiste distinção entre falências fraudulentas e não fraudulentas, com o devedor sendo punido indistintamente em ambos os casos.¹⁰²⁹ No Brasil, as recorrentes fraudes envolvendo as antigas concordatas e falências deixaram uma herança cultural que, segundo alguns, levará anos para ser apagada, para, então, a recuperação judicial ser reconhecida como um estágio natural do ciclo de vida das empresas.¹⁰³⁰

No passado, essa mentalidade era refletida no então insipiente mercado de investimento em empresas em dificuldade nos Estados Unidos. Tratava-se de um pequeno nicho utilizado por fundos de *hedge* que frequentemente eram (e em alguma medida ainda são) denominados “investidores abutres” (*vulture investors*), em referência à prática de revirar os restos mortais das empresas à procura de algum valor.¹⁰³¹ Hoje, como visto, mediante a aquisição, com deságio, de créditos em diversas classes, esses fundos ditam os rumos de muitos processos de recuperação de empresas no exterior.¹⁰³²

Nos Estados Unidos, a crescente aceitação pública do fracasso empresarial, aliada à legislação falimentar bem desenvolvida, permite aos investidores usar o sistema concursal daquele país em suas negociações com empresas em crise.¹⁰³³ Lá, é difundida a noção de que algum grau de assunção de risco é necessário ao bom funcionamento da economia capitalista e, embora negativo, o fracasso de um negócio não é algo moralmente censurado. Ao contrário, em alguns casos, ele demonstra que o empresário se dispôs a assumir os riscos do negócio.¹⁰³⁴ Diferentemente, no Brasil, o estigma permeia a mentalidade dos agentes de mercado e, aliado aos riscos inerentes à situação da recuperanda, leva-os a equivocadas conclusões apriorísticas acerca da situação das empresas em crises, marginalizadas na vala comum de todos os fracassos empresariais, a despeito da

¹⁰²⁸ Cf. EFRAT, Rafael. **Bankruptcy**..., p. 484-485.

¹⁰²⁹ George G. Triantis, dissertando sobre o rápido crescimento do mercado de financiamento das empresas em dificuldade nos Estados Unidos, sugeriu que o estigma do devedor em crise foi, provavelmente, um antigo infortúnio diante do surgimento daquele competitivo mercado (**A Theory**..., p. 902).

¹⁰³⁰ Cf. PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. **Financiamento**...

¹⁰³¹ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate**..., p. 758.

¹⁰³² Cf. SARRA, Janis. **Financing**..., p. 599.

¹⁰³³ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate**..., p. 729.

¹⁰³⁴ Cf. MARTIN, Nathalie. The Role of History and Culture in Developing Bankruptcy and Insolvency Systems: The Perils of Legal Transplantation. **28 B.C. Int'l & Comp. L. Rev.**, 2005, p. 25-26.

viabilidade de sua recuperação ou da importância que possuem para a comunidade onde se localizam ou para o setor em que atuam.

11.2.2 O custo do crédito e o “aprisionamento” do devedor (lock-in)

Em 6.3, sustentamos que o acesso a financiamentos é mais fácil quando provém de credores que já mantinham uma relação com a empresa em crise. Entretanto, isso não significa que as condições desses novos créditos serão melhores do que as oferecidas por credores que não possuíam negócios com o devedor. De acordo com Iftekhar Hasan, Gabriel G. Ramírez e Gaiyan Zhang,¹⁰³⁵ modelos teóricos sugerem que, quando os devedores experimentam maior assimetria de informações nas relações com novos credores, maiores custos de transição (*switching costs*) e acesso limitado ao mercado de capitais ou a alternativas de financiamento, ficam eles reféns dos credores preexistentes, os quais se sentem inclinados a impor custos mais elevados e extrair maiores vantagens econômicas diante dessa relação quase monopolística.

Comparativamente a terceiros, os credores preexistentes possuem dados específicos sobre o devedor, adquiridos pela reiterada concessão de crédito e serviços financeiros, que se traduzem em economias de escala na aquisição e processamento dessas informações específicas. Isso lhes confere um monopólio informacional que pode ser utilizado para a obtenção de vantagens em relação aos novos financiadores. Estes, por sua vez, têm de encarar a assimetria de informação, o que demanda investimentos em recursos para, num primeiro momento, avaliar a capacidade de pagamento do devedor e, após a outorga do empréstimo, monitorar suas atividades.¹⁰³⁶ Isso seria confirmado pelas dificuldades de transferência de informações aos novos credores, forçando o devedor a contratar com quem já está suficientemente informado acerca de sua situação econômica, financeira e administrativa.¹⁰³⁷

¹⁰³⁵ **Lock-In...**, p. 2-3. Os autores analisaram cento e setenta e seis empresas norte-americanas que ingressaram com pedido sob o *Chapter 11* entre 1988 e 2007 e obtiveram financiamento durante o processo e constataram que as tarifas do empréstimo ou *DIP fees* estão positivamente relacionadas à existência de uma prévia relação com o credor. Além disso, observaram que a anterioridade e a intensidade da relação entre credor e devedor estão associadas a juros mais elevados, prazos de vencimento maiores e valores menores dos empréstimos concedidos ao devedor em crise.

¹⁰³⁶ Cf. HASAN, Iftekhar; RAMÍREZ, Gabriel G.; ZHANG, Gaiyan. **Lock-In...**, p. 8.

¹⁰³⁷ Cf. HASAN, Iftekhar; RAMÍREZ, Gabriel G.; ZHANG, Gaiyan. **Lock-In...**, p. 9-10.

Essa vantagem informacional dos credores preexistentes é maior quando se trata de empresas menores, sobre as quais existem menos informações disponíveis ao público, o que aumenta a dependência em relação aos credores já existentes para a obtenção de dinheiro novo.¹⁰³⁸

Por sua vez, os custos de transição possuem um componente de *moral hazard*, pois não se sabe se o devedor procura um novo financiador porque o antigo não mais deseja emprestar recursos – o que é um mau sinal – ou porque os custos de transição são baixos e o devedor busca melhores condições creditícias. Esse problema é mais evidente nas empresas em crise, pois o risco de crédito é maior, demandando recursos e esforços adicionais do devedor para convencer os novos financiadores de sua credibilidade.¹⁰³⁹

Analisando a questão do ponto de vista de um novo credor, o que o compeliaria a emprestar recursos à empresa em crise a custos menores? Pode-se conjecturar se ele tem interesse em estabelecer novas relações com o devedor, visando inclusive o *exit financing*. Por outro lado, considerando que as empresas que recebem dinheiro novo durante a crise possuem maior possibilidade de superá-la e que esses recursos possuem prioridade em relação aos créditos preexistentes, ao menos na falência, financiar as empresas em crise, mesmo as de menor porte, pode ser uma opção lucrativa.¹⁰⁴⁰

Para aumentar seu poder em relação ao devedor, os credores podem restringir o acesso ao fluxo de caixa da empresa com o uso de mecanismos – como a cessão fiduciária de direitos creditórios –, pelos quais o caixa da empresa é onerado por completo, o que impede a oferta de garantias a outros financiadores e submete a empresa às imposições dos novos financiadores, sob pena de perder a fonte de novos recursos.¹⁰⁴¹ Essa medida, como visto, está sujeita a questionamentos do ponto de vista legal.¹⁰⁴²

Podem existir, ainda, credores oportunistas que, aproveitando-se da posição negocial pouco favorável do devedor e da inexistência, na lei brasileira, de mecanismos que permitam o controle *a priori* da qualidade do financiamento, retiram proveitos pela estipulação de taxas de juros excessivamente elevadas. Para determinados autores,¹⁰⁴³ o direito brasileiro imporia sanções a condutas relativas ao mau uso de informações privilegiadas quando perdas à comunidade de credores são causadas.

¹⁰³⁸ Cf. DAHIYA, Sandeep et al. **The Dynamics...**, p. 5-6.

¹⁰³⁹ Cf. HASAN, Iftekhar; RAMÍREZ, Gabriel G.; ZHANG, Gaiyan. **Lock-In...**, p. 11.

¹⁰⁴⁰ Cf. HASAN, Iftekhar; RAMÍREZ, Gabriel G.; ZHANG, Gaiyan. **Lock-In...**, p. 33-34.

¹⁰⁴¹ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **Private Debt...**, p. 24.

¹⁰⁴² Ver 11.1.3 *supra*.

¹⁰⁴³ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 55-56.

De outra feita, advoga-se que o *spread* cobrado pelo financiamento à empresa em crise não deveria ser maior do que aquele exigido em situação de pré-insolvência, pois o novo crédito será considerado extraconcursal em eventual falência e suas perspectivas de retorno são superiores às dos credores sujeitos aos efeitos da recuperação judicial.¹⁰⁴⁴

Seja como for, a condição privilegiada do financiador que já mantinha relação com o devedor pode acarretar a exigência de vantagens excessivas, seja por oportunismo ou sobrevaloração dos demais riscos existentes, o que pode inclusive se degradar num controle externo da empresa em crise, tal como veremos na seção 12.

11.2.3 O desconhecimento das regras do financiamento das empresas em crise

O fato de a LRE ser relativamente recente faz com que seus principais mecanismos sejam pouco conhecidos, inclusive aqueles relacionados ao financiamento das empresas em recuperação judicial. Dado o discreto conhecimento do tratamento conferido a esses créditos e a falta de desenvolvimento desse mercado, grandes bancos não criaram áreas internas especializadas nessa modalidade de operação.¹⁰⁴⁵

Na pesquisa empreendida pelo Comitê de Soluções Financeiras do TMA Brasil¹⁰⁴⁶ junto a indústrias e prestadores de serviços que atuam como fornecedores operacionais, observou-se que praticamente metade das empresas pesquisadas possuía clientes em recuperação judicial, mas mesmo assim não tinha conhecimento dos benefícios da LRE. Para superar esse problema, o TMA Brasil propõe a difusão dos principais conceitos da LRE e do financiamento das empresas em crise, especialmente junto aos proprietários e principais executivos, e também nos departamentos de crédito, financeiro e jurídico, dentre outros.

Ainda que tímidos, os benefícios concedidos a quem financia empresas em crise existem, mas a compreensão de seu alcance e riscos depende sobremaneira do conhecimento dos mecanismos existentes na lei para tratar das empresas em crise. Acima de tudo, o conhecimento da LRE permite ao devedor estimar com maior precisão os riscos que circundam a operação, mediante estimativa dos níveis de prioridade dos créditos

¹⁰⁴⁴ Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação...**, p. 151.

¹⁰⁴⁵ Cf. TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL – TMA BRASIL. Comitê de soluções Financeiras. **Financiamento...**

¹⁰⁴⁶ **Financiamento...**

existentes e vindouros, da abrangência ou não de determinados credores, das hipóteses de convalidação da recuperação judicial em falência, da duração do processo e dos prazos envolvidos, dos precedentes jurisprudenciais de aplicação da LRE e dos inúmeros dispositivos ainda pouco utilizados, dentre os quais o próprio art. 67.

11.2.4 Limitadores à concessão de crédito no Brasil – dificuldades gerais

Além dos empecilhos próprios do financiamento das empresas em crise, acima tratados, existem dificuldades que afetam o mercado de crédito brasileiro como um todo, em especial o crédito proveniente de instituições financeiras, mutuantes por excelência.

A primeira delas diz respeito ao chamado *crowding out*. Segundo explica Jairo Saddi,¹⁰⁴⁷ esse efeito significa a redução do dinheiro disponível para que os bancos concedam crédito, o que se deve a fatores como o aumento do papel do Estado como tomador de recursos, exigência de elevados depósitos compulsórios, considerável tributação sobre operações financeiras e direcionamento obrigatório do crédito a determinados tomadores, como agricultores e mutuários de financiamento imobiliário. Soma-se a esses fatores a política monetária por vezes restritiva adotada pelo Governo, que resulta na manutenção de elevadas taxas de juros.

Jairo Saddi¹⁰⁴⁸ arrola quatro fatores essenciais à expansão do crédito. São eles: (a) estabilidade econômica que garanta baixa taxa de inflação e juros; (b) regulação prudencial do mercado de crédito, para avaliar e monitorar riscos excessivos e eventuais comportamentos irracionais do mercado; (c) melhoria do ambiente legal; e (d) melhoria do sistema de informações de devedores e credores, com o aumento da transparência. Alguns desses fatores foram analisados neste trabalho, sob a perspectiva do fomento do mercado de crédito destinado às empresas em crise e, nestes casos, sua importância é ainda maior.

11.3 Sugestões de lege ferenda e práticas a serem adotadas para incentivar o financiamento das empresas em crise no Brasil

¹⁰⁴⁷ Crédito e Judiciário..., p. 260.

¹⁰⁴⁸ Crédito e Judiciário..., p. 207.

Os riscos e obstáculos inerentes ao financiamento das empresas em crise, aliados aos poucos benefícios legais concedidos aos financiadores, impedem uma maior difusão e a criação de um mercado para esse tipo de crédito. Em face dessas dificuldades, cumpre analisar o que deveria, em nosso ponto de vista, ser objeto de alteração legislativa no sentido de induzir os agentes de mercado a conceder crédito às empresas em crise, particularmente aquelas em recuperação judicial. Independentemente disso, vislumbramos ser possível incentivar esses agentes a abrir crédito para essas empresas a partir da utilização de alguns mecanismos legais existentes e de determinadas práticas que poderiam ser adotadas para a consecução desses objetivos. Vejamos:

a) extraconcursalidade absoluta na falência;

O Comitê de Soluções Financeiras do TMA Brasil¹⁰⁴⁹ propôs que, dentre os incentivos legais necessários para viabilizar financiamento de empresas em crise, deveria ser promovida alteração legislativa no sentido de dar prioridade aos credores que continuarem fornecendo produtos e serviços sobre todos os demais credores, concursais e extraconcursais.

Essa solução parece adequada à primeira vista, mas apresenta alguns vieses. Em primeiro lugar, a prioridade absoluta do novo credor não o protege contra o risco de aumento do número de novos credores que concorram entre si a ponto de diminuir o retorno de cada um deles.¹⁰⁵⁰

Além disso, embora um credor totalmente protegido possivelmente esteja menos inclinado a liquidar a empresa, ele também pode, em certo sentido, ser indiferente ao destino dela. Mesmo assim, num cenário em que o mercado de financiamento às empresas em crise for competitivo, os credores não desejariam ter sua reputação associada a empresas que faliram. Ademais, se o credor desejar manter o relacionamento com o devedor após a crise, ele terá ao menos um motivo para se preocupar com a recuperação e maximização do valor dos ativos daquele.¹⁰⁵¹

Por fim, e mais importante, continua o problema da falta de incentivos durante a recuperação judicial. Ou seja, o credor só poderá aproveitar o benefício legal se a empresa

¹⁰⁴⁹ **Financiamento...**

¹⁰⁵⁰ Cf. AZAR, Ziad Raymond. **Bankruptcy policy...**, p. 350-351.

¹⁰⁵¹ Cf. SKEEL, JR., David A. **Creditors' Ball...**, p. 939.

falir e isso é exatamente o que todos desejam evitar. Por outro lado, embora seja possível afirmar que a prioridade na ordem de recebimento na falência tenha impacto *ex ante* no custo do crédito, diminuindo as taxas de juros praticadas, não há uma necessária correlação entre essa solução e o *spread* bancário, cuja formação é complexa.¹⁰⁵² Já ressaltamos que um dos princípios adotados na elaboração da LRE foi justamente a redução do *spread* bancário,¹⁰⁵³ mas até agora não se verificou um impacto significativo das modificações trazidas pela LRE no custo do crédito,¹⁰⁵⁴ o que não necessariamente ocorreria em caso de extraconcursalidade absoluta. Diante disso, embora válida a proposta de atribuição de prioridade absoluta aos novos créditos em caso de falência, ela nos parece ainda insuficiente.

b) incentivos usufruíveis durante a recuperação judicial;

Vimos que os únicos créditos com algum tipo de benefício na recuperação judicial são aqueles derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho vencidos até a data do pedido, os quais devem ser pagos em até um ano. Ao lado deles, há os créditos de natureza estritamente salarial, vencidos nos três meses anteriores ao pedido, até o limite de cinco salários mínimos, cujo pagamento deverá ser realizado em até trinta dias.¹⁰⁵⁵

Vantagem semelhante, embora com escopo distinto, poderia ser concedida pela LRE ao financiador das empresas em crise, de modo que seu crédito preexistente fosse pago em até determinado prazo e na proporção do valor desembolsado, independentemente de ajustes nesse sentido contidos no plano de recuperação judicial, que sempre dependerá de aprovação pelos demais credores. Fora isso, poderia haver limitação legal ao percentual de deságio do crédito do financiador em relação aos demais créditos da mesma classe, ou outros benefícios que direcionem a elaboração do plano em favor dos novos financiadores

¹⁰⁵² Estudo realizado pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – FIPECAFI demonstra a composição do chamado *spread* bancário, considerando os seguintes elementos: Despesas de captação (considerando o custo do CDI e o ganho em captação), despesas diretas (que inclui impostos diretos, devedores duvidosos e parcela depositada junto ao Fundo Garantidor de Crédito – FGC), despesas operacionais (incluindo despesas com pessoal), imposto de renda e contribuição social e, por fim, o *spread* líquido, que é a margem de lucro distribuída aos acionistas. (cf. LIMA, Iran Siqueira et al. **Estudo sobre a apuração do spread da indústria bancária**. São Paulo: 2005, p. 12-15. Disponível em: <http://www.febraban.org.br/Acervo1.asp?id_texto=317&id_pagina=81&palavra>. Acesso em: 12 fev. 2012).

¹⁰⁵³ Cf. TEBET, Ramez. **Parecer nº 534**..., p. 30.

¹⁰⁵⁴ Cf. FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV. **Relatório Final**..., p. 57.

¹⁰⁵⁵ Art. 54, *caput* e parágrafo único, LRE.

sem prejudicar a viabilidade da empresa e a capacidade de pagamento dos demais créditos. O importante é que, sendo objeto de disposição legal expressa, haveria certeza de um tratamento beneficiado, o que aumentaria a disposição para financiar a empresa em recuperação, além do que a recuperanda poderia contar com o apoio desses credores para aprovação do plano.

É cogitável, ainda, condicionar a homologação do plano ao adimplemento do novo crédito, total ou parcial, a depender da periodicidade de pagamento ajustada, à semelhança do que ocorre nos Estados Unidos, mas com as devidas adaptações.¹⁰⁵⁶ Ou ainda, pode-se pensar em equiparar a consequência do inadimplemento do novo crédito ao inadimplemento das obrigações contidas no plano de recuperação, acarretando a falência da empresa, o que muito provavelmente seria a melhor opção diante da notória inviabilidade de continuação do negócio por aquele devedor, mesmo com o reforço de caixa proporcionado. Sem dúvida, medidas dessa ordem levariam os administradores da empresa a agir com maior diligência na tomada de empréstimos durante a recuperação judicial e incentivariam boa parte dos credores concursais, receosos de ver decretada a falência da recuperanda, a participar mais ativamente do processo e supervisionar com mais frequência as atividades do devedor e o emprego dos novos recursos, evitando situações de *overinvestment*.

c) garantias fiduciárias;

Na ausência de maiores incentivos legais ao financiador das empresas em crise, a operação deve contar com os mecanismos existentes para aumentar a certeza de adimplemento. Indubitavelmente, o mais importante desses mecanismos no Brasil é a alienação fiduciária, especialmente no que se refere à cessão de recebíveis da empresa. Por vezes considerada vilã nas recuperações judiciais, a cessão fiduciária de recebíveis pode servir para viabilizar a outorga de novos créditos, aumentando a segurança do credor. Dessa forma, as atividades da empresa são mantidas, o financiador é pago com o resultado produzido pelos negócios gerados e o excedente pode ser utilizado para pagar outros

¹⁰⁵⁶ A adoção integral de soluções propostas em outros sistemas jurídicos demanda cuidadosa reflexão sobre os componentes específicos do sistema do qual a solução é emprestada. No caso da lei falimentar norte-americana, há várias disposições confusas, contextuais e complicadas demais para fazer sentido em outros ordenamentos, além de se basear em premissas socioculturais nem sempre compartilhadas por outros países. Desse modo, é preciso que a lei, ao emprestar soluções do direito alienígena, assegure que as necessidades econômicas e fatores culturais da sociedade para a qual se dirige sejam refletidos (cf. MARTIN, Nathalie. *The Role...*, p. 77).

credores ou realizar investimentos. Reiteramos a necessidade de prudência na outorga desse tipo de garantia, pelo risco de comprometimento excessivo do caixa da empresa em recuperação, induzindo eventuais questionamentos do negócio.

Vale ressaltar que a outorga em garantia de ativos de maior liquidez, como estoques e recebíveis de clientes, é preferível em relação a imóveis ou equipamentos. Contudo, estoques sazonais ou recebíveis com pagamento diferido no tempo, como financiamento de veículos, devem ser vistos de forma diferente dos recebíveis de cartão de crédito, cujo vencimento possui prazo mais curto.¹⁰⁵⁷

No Brasil, algumas instituições financeiras vêm atuando no incipiente mercado de financiamento das empresas em recuperação judicial mediante a concessão de empréstimos sem que os recursos sejam entregues ao devedor. Ao invés disso, há pagamento direto aos fornecedores e intenso monitoramento do produto adquirido até sua venda ao comprador final, que paga diretamente ao financiador, cessionário dos recebíveis da operação.¹⁰⁵⁸

d) utilização das garantias em dinheiro ou recebíveis;

Diversas empresas em recuperação judicial apresentam seu caixa altamente comprometido por terem outorgado como garantias seus fluxos de recebíveis, que são objeto de cessão fiduciária, penhor, caução e assim por diante.

No caso de penhor sobre direitos creditórios, os valores recebidos permanecem depositados em conta vinculada pelo prazo de cento e oitenta dias até a renovação ou substituição da garantia,¹⁰⁵⁹ o que depende da anuência do respectivo credor. Já a cessão fiduciária de recebíveis não se submete aos efeitos da recuperação judicial, malgrado entendimento em sentido contrário.¹⁰⁶⁰

A liberação desses recursos, embora não seja propriamente um financiamento, provê a liquidez necessária à manutenção das operações e apresenta vantagens em relação ao mútuo externo, que vem acompanhado de taxas de juros por vezes elevadas, tarifas

¹⁰⁵⁷ Cf. MOORE, Darla D. **How to Finance...**, p. 10.

¹⁰⁵⁸ Nessa linha, noticia-se que a empresa paranaense Fertimourão, então em recuperação judicial, recebeu R\$ 1,5 milhão em uma modalidade de financiamento denominada "comprar", presente em diversos bancos, pela qual o financiador compraria grãos para a empresa e pagaria diretamente ao produtor. O transporte e a entrega da mercadoria, destinada à exportação, seriam monitorados por uma empresa contratada pelo financiador. O empréstimo estaria lastreado nos recebíveis gerados pela venda do produto. Ao receber os valores, a instituição liquida o empréstimo e repassa um "prêmio" à empresa (cf. ZANATTA, Mauro. Banco financia as operações de empresa em recuperação. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 maio 2011. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 12 jan. 2012).

¹⁰⁵⁹ Art. 49, § 5º, LRE.

¹⁰⁶⁰ Ver 11.1.5.2 *retro*.

contratuais e eventual imposição de *covenants*. Por essa razão, a LRE deveria ter adotado solução mais flexível e em sintonia com suas finalidades, porém resguardando os direitos dos respectivos credores. À semelhança do que ocorre nos Estados Unidos,¹⁰⁶¹ a utilização das garantias em dinheiro, presente ou futuro, deveria ser permitida caso o credor consinta ou o juiz autorize, quando assegurada a proteção adequada ao titular do crédito garantido. Essa proteção poderia se dar, *e.g.*, pela liberação parcial dos valores gravados até o limite da dívida garantida, com compromisso de pagamento dos juros incidentes; pela substituição da garantia por outros recebíveis com vencimento posterior; pela assunção do compromisso de reposição das garantias liberadas, sob pena de imediato vencimento do total da dívida, e assim por diante.¹⁰⁶²

A solução poderia ser estendida a outros bens de liquidez imediata sobre os quais recaem algum ônus, tais como aplicações financeiras e estoques.

e) expressa ausência de sucessão na outorga garantias a novos financiamentos;

Como visto, o risco de sucessão das dívidas da recuperanda, mesmo em caso de outorga de bens em garantia a novos financiamentos, não está plenamente afastado, pois a LRE somente libera expressamente de ônus e sucessão a venda de filiais ou unidades produtivas isoladas prevista no plano de recuperação judicial. Logo, exceto pela ampliação jurisprudencial desse conceito, a sucessão, em especial quanto a tributos relativos ao próprio bem onerado, como Imposto sobre a Propriedade Predial e Territorial Urbana – IPTU e Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores – IPVA, pode ocorrer, salvo no caso de alienação em hasta pública de bens imóveis.¹⁰⁶³

Por essa razão, a LRE deveria prever expressamente – com as correspondentes alterações no Código Tributário Nacional – que a alienação ou oneração de quaisquer bens de empresas em processo de recuperação judicial estivesse totalmente isenta de sucessão, especialmente quando se busca captar recursos para viabilizar a superação da crise.

f) atuação estatal direta;

¹⁰⁶¹ § 361(c)(2) e (e), *Title 11, U.S. Code*.

¹⁰⁶² Para alguns exemplos de “adequada proteção” no contexto norte-americano, cf. COUSINS, Scott D. **Postpetition**..., p. 767.

¹⁰⁶³ Art. 130, parágrafo único, Código Tributário Nacional.

Uma sugestão para fomentar o financiamento das empresas em crise, em especial as de menor porte, é a criação de uma agência estatal especializada nesse nicho, ao modelo da norte-americana *Small Business Administration*, que, embora não atue no financiamento de empresas em crise, auxilia, aconselha e protege empresas menores, concedendo recursos diretamente, subsidiando ou garantindo empréstimos privados. O financiamento seria previamente aprovado pela agência, que receberia uma tarifa do financiador em contrapartida à garantia prestada.¹⁰⁶⁴ Os riscos e inconvenientes ao contribuinte são os mesmo já tratados na subseção sobre o financiamento público das empresas em crise.

No Brasil, foi criado em 2009 o Fundo Garantidor para Investimentos (FGI), administrado pelo BNDES, com o fim de garantir o risco de financiamentos a micros, pequenas e médias empresas nas linhas do banco de fomento. O fundo conta com a participação do Tesouro Nacional, do BNDES e de dezessete instituições financeiras, cobrindo até 80% do risco dos financiamentos, com custo adicional de 2% ao tomador do crédito. Trata-se de um substituto às garantias reais, cujas empresas de menor porte têm dificuldades para apresentar.¹⁰⁶⁵ A atuação do fundo na garantia de financiamentos às pequenas empresas em crise seria um atrativo para movimentar esse mercado, ressalvada naturalmente a análise de cada situação concreta, a ser procedida pela instituição concedente.

Entretanto, a necessidade de apresentação de certidões negativas, sobre a qual discorremos em 6.3.2, representa um óbice considerável ao desenvolvimento e eficácia da ideia proposta.

g) incentivos estatais e atuação indireta;

Outros incentivos ao *DIP financing* no Brasil poderiam ser concedidos mediante ações governamentais voltadas ao financiamento das empresas em crise, tais como diminuição dos tributos incidentes nessas operações de crédito e a diminuição proporcional dos depósitos compulsórios exigidos das instituições financeiras.¹⁰⁶⁶

¹⁰⁶⁴ Cf. MARTIN, Jarrod B. et al. *Freefalling*..., p. 1221-1223.

¹⁰⁶⁵ Cf. GÓES, Francisco. Fundo a pequena empresa pode garantir mais R\$ 11,5 bi. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 25 jul. 2011. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 26 jul. 2011.

¹⁰⁶⁶ Explica Geraldo Vidigal que o depósito compulsório é uma solução adotada pelo BACEN para controle quantitativo do crédito bancário e tem o seguinte fundamento: “se a moeda circulante tende a multiplicar-se em moeda escritural sob a ação da relação depósitos/encaixe, será suficiente elevar compulsoriamente o denominador dessa relação para que o multiplicador decresça.” (*Teoria Geral*..., p. 194).

O Estado também pode contribuir com os processos de recuperação de empresas pela via do repasse de recursos por bancos públicos, inclusive o BNDES,¹⁰⁶⁷ em que pese novamente a necessidade de apresentação de certidões negativas e os inconvenientes já apontados.

h) empréstimos sindicalizados (syndicated lendings);

Para consolidar a recuperação da empresa, viabilizar investimentos previstos no plano ou mesmo financiar operações de *exit finance*, os empréstimos sindicalizados são uma alternativa factível e têm se mostrado uma prática bastante comum para o financiamento de grandes empresas.

Reunindo-se em consórcios, financiadores como bancos, fundos de *hedge* ou fundos de pensão reduzem o risco de inadimplemento de operações de elevada monta. Para cada empréstimo, existe um banco líder encarregado de monitorar o devedor e supervisionar os interesses do grupo de credores. Por assumir o papel de líder, espera-se que esse banco tenha uma participação no financiamento maior do que a dos outros bancos e, portanto, terá maior perda caso falhe no seu papel de assegurar o retorno dos recursos emprestados.¹⁰⁶⁸ Por sua vez, os demais participantes podem vender sua parcela do empréstimo, caso não seja vedado pelo banco líder.¹⁰⁶⁹

Eduardo Salomão Neto¹⁰⁷⁰ divide os empréstimos sindicalizados em duas grandes modalidades: empréstimos diretamente sindicalizados e participações, estas últimas sob as formas de cessão de crédito, cessão de contrato ou participação oculta. Cada uma delas possui uma natureza jurídica distinta, sendo os empréstimos diretamente sindicalizados caracterizados como sociedades não personificadas. Já as participações, em suas duas primeiras formas, possuem natureza desde logo definida, enquanto as participações ocultas serão sociedades não personificadas, em caso de participações parciais, e comissão mercantil, se participações ocultas totais. Em todas as hipóteses, considera-se aplicável a lei brasileira, pois diferente classificação poderia haver se aplicável a lei de outro país.¹⁰⁷¹

¹⁰⁶⁷ Cf. ABRÃO, Carlos Henrique. **O Sistema...**, p. 329-330.

¹⁰⁶⁸ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **Anti-Bankruptcy...**, p. 20-21. Sugerindo a criação de consórcios entre bancos para fornecer crédito às empresas em crise e mitigar os riscos existentes, cf. ABRÃO, Carlos Henrique. **O sistema...**, p. 329.

¹⁰⁶⁹ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **Anti-Bankruptcy...**, p. 22-23.

¹⁰⁷⁰ **Direito...**, p. 359.

¹⁰⁷¹ Para uma explicação mais detalhada sobre as características e a natureza jurídica dos empréstimos sindicalizados, cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito...**, p. 359-377.

i) securitização de créditos e recuperação de empresas;

A securitização de créditos pode ser utilizada como estratégia para captação de recursos pelas empresas em recuperação judicial. Nesse tipo de operação, a recuperanda cede créditos vincendos a uma empresa securitizadora ou SPE, criada unicamente para adquiri-los. Em seguida, a SPE emite, privada ou publicamente, títulos lastreados nos créditos a ela cedidos e que passaram a constituir seu único ativo. Com os valores captados na subscrição dos títulos emitidos, a SPE paga a recuperanda pelos créditos cedidos. Alternativamente, para encurtar o hiato entre a cessão dos créditos e a captação de recursos no mercado, a SPE pode contrair empréstimos junto a instituições financeiras e utilizá-los para pagar de imediato os créditos cedidos pela recuperanda.¹⁰⁷²

A securitização apresenta as seguintes vantagens:¹⁰⁷³ (a) provê liquidez à recuperanda ao viabilizar a cessão de créditos vincendos a médio e longo prazo; (b) consagra a desintermediação financeira, evitando-se o pagamento de elevados juros bancários; (c) permite recurso à poupança privada com a aquisição de títulos remunerados a juros razoáveis; (d) torna desnecessária, em tese, a apresentação de garantias; (e) confere proteção ao investidor contra o risco de falência da empresa cedente, já que o negócio jurídico é realizado com a SPE;¹⁰⁷⁴ e (f) conta com o mitigado risco de quebra da SPE, pois seu objeto está adstrito ao recebimento dos créditos cedidos e ao pagamento dos investidores.

A securitização também pode se valer dos FIDCs, ao invés das SPEs, como instrumento de captação de recursos. Os FIDCs são regulados pela ICVM n. 356/01, conforme alterada, e também pela ICVM n. 444/06, nos casos de FIDCs não-padronizados. Quanto a estes, a norma autoriza que a respectiva política de investimento permita a aplicação de até 100% do patrimônio líquido do fundo em determinados direitos creditórios, dentre os quais aqueles originados de empresas em recuperação judicial ou extrajudicial. Contudo, somente poderão ser cotistas investidores qualificados, conforme

¹⁰⁷² Para mais detalhes sobre a estrutura e o *modus operandi* da securitização de créditos, cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito...**, p. 273-276; e RODRIGUES, Frederico Viana. A recuperação de empresas economicamente viáveis por intermédio da securitização de créditos no Brasil e no direito comparado. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 29, jul./set. 2005, p. 139-140.

¹⁰⁷³ Cf. RODRIGUES, Frederico Viana. **A recuperação...**, p. 140-141.

¹⁰⁷⁴ Nesse particular, cumpre salientar que o art. 136, § 1º, da LRE, consagrou a proteção aos investidores ao vedar a declaração de ineficácia ou revogação das cessões de créditos ao securitizador. Apesar disso, o dispositivo não afasta a hipótese de revogação do ato se comprovada a fraude de que tenham tomado parte inclusive os investidores dos títulos emitidos pela securitizadora (cf. TEPEDINO, Ricardo. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 484-485).

definido pela CVM, e as cotas deverão ter valor nominal unitário de, no mínimo, R\$ 1 milhão, permitidas a emissão e a negociação de fração de cotas para os titulares de pelo menos uma cota com esse valor nominal. Percebe-se que o mecanismo terá aplicação a um número restrito de casos de recuperação judicial, haja vista os montantes envolvidos.¹⁰⁷⁵

Por outro lado, os FIDCs apresentam vantagens fiscais em relação às SPEs, pois são organizados sob a forma de condomínio¹⁰⁷⁶ e, portanto, não possuem personalidade jurídica, pelo que não se sujeitam ao pagamento de IRPJ, CSLL, contribuição para o Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS).¹⁰⁷⁷

A securitização, embora deva ser considerada como alternativa para o financiamento das empresas em crise, padece de alguns problemas. O primeiro deles consiste no óbvio pressuposto de que o devedor possua créditos a serem cedidos, o que nem sempre ocorre com as empresas em recuperação judicial, cujos recebíveis normalmente já foram empenhados ou cedidos fiduciariamente antes mesmo do início do processo. Além disso, o financiador, ora investidor, estará sujeito ao risco de inadimplemento dos cessionários dos créditos cedidos, risco esse que poderá demandar avaliação por uma agência de *rating*, a fim de considerar diversos aspectos de cada operação, aumentando os custos do dinheiro captado. Por outro lado, a SPE não poderá ser controlada, direta ou indiretamente, pela empresa em recuperação para se evitar o risco de confusão patrimonial e extensão das responsabilidades da recuperanda à SPE. Finalmente, caso o controle seja exercido pelos próprios investidores, há o risco de se arguir negócio jurídico simulado, para acobertar um mútuo, cominando nulidade do negócio jurídico. Neste caso, em que pesem as diferenças entre o mútuo e a securitização,¹⁰⁷⁸ a fraude é sempre possível e, caso constatada, deve resultar na nulidade do negócio.

j) indicação de um Chief Restructuring Officer (CRO);

¹⁰⁷⁵ O plano de recuperação do Grupo Alta Paulista, a que nos referimos anteriormente (ver 8.1.3.2 *supra*), previa, como forma pagamento de determinados credores com garantia real, dação de cotas de FIDC não-padronizado, cuja carteira seria composta por créditos oriundos de ação indenizatória proposta contra a União Federal, na qualidade de sucessora do Instituto do Açúcar e do Alcool (IAA).

¹⁰⁷⁶ Art. 3º, inciso I, ICVM 356/01.

¹⁰⁷⁷ Para mais detalhes sobre o funcionamento dos FIDCs, cf. EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 102-105.

¹⁰⁷⁸ Pela distinção entre securitização e mútuo, cf. RODRIGUES, Frederico Viana. **A recuperação...**, p. 148-149.

Em países nos quais o *DIP financing* é prática corriqueira, é comum que o credor condicione a outorga de financiamentos à indicação de um membro da administração, que terá por função auxiliar no processo de recuperação da empresa e, fatalmente, acompanhar o emprego dos recursos emprestados, mitigando problemas de gestão e desconfiança do credor. Normalmente, o CRO tem experiência em recuperação de empresas e conhecimento acerca dos negócios do devedor.

Medida importante para viabilizar a indicação de um CRO é a clara isenção de responsabilidade por atos dos administradores passados ou ocorridos durante sua gestão, o que deveria ser expressamente consagrado pela LRE. O mesmo raciocínio aplica-se a novos investidores pela via da participação societária.

k) reforço dos mecanismos de transparência;

As obrigações de transparência e prestação de contas devem ser reafirmadas e reforçadas. A indicação de um CRO pode colaborar nesse sentido, mas nem sempre é possível.

Nas empresas em recuperação judicial, é necessário criar um ambiente de alta governança, com os administradores reportando em periodicidade mensal, quiçá semanal, a forma de emprego dos recursos captados, os resultados atingidos, variações no patrimônio e no fluxo de caixa projetado, demandas surgidas contra a recuperanda, dentre outras informações.

Iniciativas para fortalecer a transparência podem se dar mediante a criação de sítios virtuais em que sejam reportados todos os eventos ligados à recuperação judicial que possam influenciar a decisão dos potenciais financiadores, tais como minuta da petição inicial com as demonstrações financeiras e demais documentos que a instruíram, plano de recuperação apresentado e versão aprovada pelos credores, balancetes mensais que demonstrem a evolução do fluxo de caixa da empresa, relação de impugnações de crédito, relação de contratos celebrados e indicação de eventuais bens ou recebíveis oferecidos em garantia, menção aos novos débitos contraídos e respectivos valores, principais decisões do processo e assim por diante.

Em algumas recuperações judiciais, o devedor ou o administrador judicial disponibiliza certos documentos referentes ao processo, em geral a petição inicial – sem os documentos que a instruíram – e o plano apresentado. Ações como essa, embora

elogiáveis, longe estão de exprimir aos potenciais financiadores um retrato fiel da situação da empresa em crise.

Paralelamente, não se pode conceber a ausência de sanções em caso de omissão ou imprecisão na prestação de informações, de sorte que o imediato afastamento do devedor ou de seus administradores é a medida adequada para o incentivo ao recrudescimento da transparência necessária à obtenção de novos financiamentos e, em última análise, à recuperação da empresa.

l) criação de varas especializadas e câmaras especiais nos tribunais.

A criação de varas e câmaras especializadas em falências e recuperação de empresas aumenta a coerência das decisões, conta com interpretações mais especializadas, acelera o andamento dos processos e diminui o risco legal, por atender melhor às necessidades inerentes a processos dessa ordem, colaborando para o aumento da eficiência e da segurança do financiamento às empresas em crise.¹⁰⁷⁹

¹⁰⁷⁹ Nos dizeres de Sidnei Beneti, “[a] multiplicidade de autos, a simultaneidade de andamento, a adaptação da forma processual, a padronização de decisões repetitivas, a plurissubjetividade das audiências, a abrangência maior das comunicações e informações exigem a diversificação dos processos insolvenciais dos processos comuns, pena de as rotinas destes se imporem àqueles, aniquilando-lhes a especialidade.” (Jurisdição especializada de Falências e Recuperações. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXV, n. 83, set. 2005, p. 127).

12 LIMITES DE ATUAÇÃO DOS FINANCIADORES E A QUESTÃO DA GOVERNANÇA

Fábio Konder Comparato, em sua consagrada obra *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, comentada por Calixto Salomão Filho,¹⁰⁸⁰ assevera que o endividamento de uma sociedade pode dar azo a situações nas quais o credor exerce sobre ela influência dominante, independentemente de participação societária, verificando-se, pois, o chamado controle externo, seja ele de fato ou de direito.¹⁰⁸¹

O controle de direito pode ser legitimado pela atribuição de ações preferenciais de classe especial a administradores especialistas em estados de crise, indicados pelo credor influente. Outrossim, o empenho ou alienação fiduciária das ações do bloco de controle de uma sociedade anônima em garantia a empréstimo pode conferir ao credor amplo poder de limitação dos atos do controlador ou vincular seu voto nos termos contratados, a teor do art. 113, parágrafo único, da LSA.¹⁰⁸²

Por seu turno, o controle de fato pode ser assumido por credores de empresas em crise ao imporem determinadas condições para a renovação ou repactuação de empréstimos, como a substituição dos administradores ou a reorganização da empresa.

Basicamente, o grau de influência do credor depende de três fatores: (a) características de seu crédito, envolvendo elementos como valor e posição negocial em relação a outros créditos; (b) direitos legais conferidos ao credor; e (c) direitos contratuais. Os dois últimos são utilizados pelo financiador como instrumento de poder nas negociações com o devedor para orientar o rumo dos negócios e ditar os termos do plano de recuperação, pelo qual pode converter seus créditos em participação societária e adquirir o controle da empresa em crise.¹⁰⁸³

¹⁰⁸⁰ **O Poder de Controle...**, p. 89-91.

¹⁰⁸¹ No tocante à participação societária, a LSA define o controlador de sociedades anônimas em seu art. 116 como a pessoa ou grupo de pessoas vinculadas por acordo ou sob controle comum que seja titular de direitos de sócio que assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas assembleias gerais e o poder de eleger e destituir os administradores, desde que tal poder seja efetivamente utilizado para dirigir as atividades da empresa e orientar o funcionamento de seus órgãos.

¹⁰⁸² “Art. 113. O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações.

“Parágrafo único. O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato.”

¹⁰⁸³ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 728.

Por vezes, os investidores mais atuantes lideram a empresa e assumem a responsabilidade por todo o processo de recuperação, frequentemente trabalhando com seus próprios profissionais para elaborar o plano e negociar com os demais credores.¹⁰⁸⁴

Com a entrada em vigor nos Estados Unidos do *Bankruptcy Code* de 1978, o devedor e seus administradores ditavam os rumos das recuperações que tramitavam sob o *Chapter 11*, já que são os únicos legitimados a apresentar o plano de recuperação (ao menos nos primeiros cento e vinte dias após o início do processo), continuam na direção dos negócios e podem propor transações relevantes, como a venda da maioria dos ativos. Em decorrência disso, eles prolongavam a duração dos processos e extraíam diversas concessões dos credores.¹⁰⁸⁵

Essa situação começou a mudar a partir de 1990, época na qual o *DIP financing* se tornou a ferramenta de governança mais importante em muitos dos grandes processos instaurados sob o *Chapter 11* norte-americano, o que ficou mais evidente a partir do ano 2000, com verdadeira revolução nas disposições contratuais impostas pelos credores, impulsionada por mudanças no *Uniforme Commercial Code* norte-americano que viabilizaram o direito de garantia sobre contas bancárias.¹⁰⁸⁶

Assim, mediante estipulações específicas em contratos de financiamento às empresas em crise, muitas vezes referendadas pelo juiz,¹⁰⁸⁷ o credor determina os rumos da recuperação, indicando o destino dos ativos, a divisão da empresa ou os termos de uma transferência de controle.¹⁰⁸⁸⁻¹⁰⁸⁹ Não há uma verdadeira negociação entre os interessados

¹⁰⁸⁴ Cf. HARNER, Michelle M. **The corporate...**, p. 760-761.

¹⁰⁸⁵ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1916.

¹⁰⁸⁶ Cf. ADLER, Barry E.; CAPKUN, Vedran; WEISS, Lawrence A. **Destruction of Value...**, p. 2-3. Como explicam os autores, a consequência disso foi que, no período após 2001, os processos de recuperação passaram a ser instaurados sem que as empresas tivessem qualquer disponibilidade sobre seu capital de giro, por vezes dependendo de um credor dominante, que era a única fonte para esses recursos.

¹⁰⁸⁷ Cf. ADLER, Barry E.; CAPKUN, Vedran; WEISS, Lawrence A. **Destruction of Value...**, p. 3.

¹⁰⁸⁸ Cf. SKEEL, JR., David A. **Creditors' Ball...**, p. 919. Segundo relata o autor, houve mudanças no perfil das empresas norte-americanas, não mais representadas pelas estradas de ferro do século XIX ou pelas posteriores firmas industriais, e que agora dependem de conhecimento e ideias ao invés de bens. Como os ativos dessas empresas podem ir embora a qualquer momento, eles não podem aguardar meses ou anos por uma eventual reestruturação e, frequentemente, a solução é a venda de ativos-chave no momento da oficialização da crise ou pouco depois de sua instauração. Adicionalmente, os mercados por ativos e por empresas inteiras passaram a ter muito mais liquidez do que antigamente (**Creditors' Ball...**, p. 922).

¹⁰⁸⁹ Uma outra ferramenta utilizada pelos credores para controlar a recuperação da empresa é a introdução dos chamados *key employee retention plans* (KERPs), que consistem em incentivos financeiros dados aos administradores para que rapidamente promovam a saída da crise e atuem conforme orientações dos credores. Na tentativa de coibir abusos derivados dessa prática, o *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act* de 2005 modificou o § 503 da lei de falências norte-americana e impôs limites a esses incentivos. Sobre o tema, cf. BHARATH, Sreedhar T.; PANCHAPAGESAN, Venkatesh; WERNER, Ingrid M. **The Changing Nature...**; e SKEEL, JR., David A. **Creditors' Ball...** Para Stephen

quanto ao destino da empresa, que será ditado pelos seus principais credores, os quais em determinados casos exercem o controle sobre ela antes mesmo do início do procedimento concursal. Diante desse cenário, pode-se afirmar que o poder de controle de muitas empresas em crise é realocado, por via contratual, para as mãos de terceiros, que decidirão sobre seu destino.¹⁰⁹⁰ Efetivamente, o poder de julgamento e decisão é transferido aos credores, enquanto os administradores, que supostamente deveriam agir com independência, são neutralizados, isso sem falar na imposição de condições que limitam inclusive o papel do juiz, como tem acontecido nos Estados Unidos.¹⁰⁹¹

Kenneth M. Ayotte e Edward R. Morrison¹⁰⁹² lecionam que os credores podem exercer o controle de empresas em crise direta e indiretamente. Uma forma de medir o controle direto dos credores consiste em verificar os níveis de desvios à regra da prioridade absoluta nos planos de recuperação e as disposições constantes nos contratos de financiamento posteriores ao processo de recuperação. Indiretamente, o controle pode ser mensurado pela rotatividade dos administradores imediatamente antes e depois do início do processo, uma vez que os credores influenciam a escolha deles quando a crise é instalada.¹⁰⁹³

Porém, é sem sombra de dúvidas que a existência de credores com diferentes níveis de prioridade traz consigo conflitos de interesses latentes entre os próprios credores e dos interesses destes com os da empresa, de modo que ninguém sozinho teria os incentivos adequados para decidir sobre a recuperação, falência ou alienação do negócio.¹⁰⁹⁴ Em verdade, para alguns,¹⁰⁹⁵ a alocação do controle de uma empresa em crise resulta de um processo contínuo e dinâmico, de maneira que o poder de cada credor determinará o grau de influência sobre as decisões dos administradores da empresa ou simplesmente limitará essas escolhas.

J. Lubben, esses incentivos revelam uma distribuição do valor da empresa com vistas a assegurar o controle contínuo pelo credor (The “New and Improved” Chapter 11. **93 Ky. L.J.**, 2004-2005, p. 854).

¹⁰⁹⁰ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **The End...**, p. 752. Os autores explicam que o controle pode ser alocado de várias formas pelos credores por meio de disposições estatutárias, dos valores mobiliários emitidos pelo devedor, de contratos de mútuo e até mesmo por normas legais que conferem determinada margem de flexibilidade às partes. O exercício desse poder ocorre por meio do voto (no caso de *equity*) ou da declaração de inadimplemento (no caso de *debt*), hipótese em que o credor adquire poder de fato para nomear e destituir administradores e intervir em suas decisões negociais (**The End...**, p. 782).

¹⁰⁹¹ Cf. MILLER, Harvey R. **Chapter 11...**, p. 390.

¹⁰⁹² **Creditor Control...**, p. 13.

¹⁰⁹³ Os autores ressaltam, entretanto, que pode haver outras razões para a substituição dos administradores, tais como a decisão dos sócios de substituí-los na expectativa de que novos administradores possam superar a crise (**Creditor Control...**, p. 14).

¹⁰⁹⁴ Nessa esteira, cf. LOPUCKI, Lynn M. **The Nature...**, p. 662.

¹⁰⁹⁵ Cf. LUBBEN, Stephen J. **The “New and Improved”...**, p. 863.

Nessa esteira, Lynn M. LoPucky¹⁰⁹⁶ defende que o efetivo controle da empresa em crise pelos *DIP lenders* pode acontecer, mas essa não é a regra, pois o que esses credores procuram é mitigar riscos exigindo garantias suficientes ou prioridade no recebimento de seus créditos. Mesmo que os contratos com os financiadores estabeleçam limitações ao uso de recursos pelo devedor, para efeitos práticos, na maioria dos casos, é o devedor que permanece no controle da atividade.

Outra condição imposta pelos credores para concessão de novos créditos é a indicação de um CRO para trabalhar juntamente com os demais administradores no desenvolvimento de um plano de recuperação da empresa, seja antes ou depois do início do procedimento, tal como nos referimos em 11.3.¹⁰⁹⁷ A eleição de um membro da administração da empresa confere ao financiador acesso a informações confidenciais e abre uma linha de comunicação direta com os tomadores de decisões da empresa em crise.¹⁰⁹⁸

Em determinadas situações, especialmente nas companhias com capital aberto, é possível que os administradores se vejam numa posição delicada, devendo, por um lado, cumprir com seus deveres fiduciários perante os acionistas e, por outro lado, atender a demandas de um credor importante com potencial para se tornar acionista controlador da companhia após a aprovação de um plano que preveja a conversão de dívida em ações. Conflitos como esse podem trazer destruição do valor da empresa, aumentando os custos da recuperação judicial.¹⁰⁹⁹

Ademais, é possível que o financiador exerça um controle total sobre o fluxo de caixa do devedor, mediante o uso de linhas de crédito renováveis combinadas com cessões de recebíveis, cujo funcionamento é o seguinte: o principal credor agrupa todos os recebíveis e valores desonerados do devedor e os libera de acordo com uma fórmula determinada para pagamento de seu crédito. No caso de inadimplemento, o credor pode declarar o vencimento antecipado, rescindir o contrato e utilizar todos os recebíveis para pagar sua dívida, inviabilizando o negócio da recuperanda na medida em que não há dinheiro disponível para as operações. A declaração de inadimplemento pode ser dada pelo credor quando houver “razoáveis motivos para insegurança”, ou com base em outra expressão genérica equivalente. Com isso, um único credor pode controlar os ativos da

¹⁰⁹⁶ *The Nature...*, p. 666 (nota).

¹⁰⁹⁷ Conforme assevera David A. Skeel, Jr., os bancos podem influenciar a escolha do CRO de diversas formas, desde indicando uma lista de candidatos ou, pelo menos, apoiando ou não a escolha dos administradores (*The past...*, p. 1917-1918).

¹⁰⁹⁸ Cf. HARNER, Michelle M. *The corporate...*, p. 750-754.

¹⁰⁹⁹ Cf. HARNER, Michelle M. *The corporate...*, p. 754-755.

empresa e monitorar de perto seu fluxo de caixa. Como ele tem a prerrogativa de declarar o inadimplemento do contrato, pode pressionar, por exemplo, pela contratação de um CRO ou pela substituição dos atuais administradores.¹¹⁰⁰

No direito norte-americano, do ponto de vista da influência do credor, a doutrina aponta duas modalidades de *DIP financing*: *loan oriented DIP financing* e *loan-and-control financing* ou *loan-to-own financing*.¹¹⁰¹

A primeira modalidade foi abordada na subseção que trata do monitoramento das empresas em crise.¹¹⁰² Ao conceder o empréstimo, normalmente na forma de crédito rotativo, o credor exige que o devedor cumpra uma série de obrigações extremamente rigorosas, muitas das quais ultrapassam o simples atingimento de metas e divulgação de informações, garantindo significativa influência na gestão da empresa durante o processo de recuperação.¹¹⁰³ Apesar disso, é possível que haja certa flexibilidade nas negociações porque, na maioria dos casos, são os credores preexistentes que concedem novos financiamentos e, com eles, os canais de negociação são mais abertos.¹¹⁰⁴

Alguns problemas podem surgir dessa interferência do financiador. Primeiramente, ele pode restringir o crédito mesmo quando se tratar de projetos viáveis, o que desencoraja a tomada de riscos pela empresa. Entretanto, essa postura pode ser diferente se o credor desejar manter sua relação com a empresa em crise e, nesse caso, ele pode se sujeitar à assunção de riscos maiores.¹¹⁰⁵ Em segundo lugar, o financiador pode exigir a inclusão de *takeout fees* nos contratos de empréstimo.¹¹⁰⁶ Por último, é levantado o problema da utilização do novo crédito para pagamento do crédito concursal do financiador.¹¹⁰⁷

¹¹⁰⁰ Cf. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **The End...**, p. 784. Lynn M. LoPuckey analisa a questão do controle contratual sob outro ponto de vista: “[w]hat Baird and Rasmussen miss is that the contracts are not intended to put creditors in control of reorganizing businesses or to provide a scheme for bankruptcy decision making. The contracts contemplate and permit reorganization under the control of the debtor’s board of directors. The parties intend the contracts only to provide creditors with blunt leverages by which they will seek to influence the board.” (**The Nature...**, p. 665). Tradução nossa: “Baird e Rasmussen ignoram o fato de que os contratos não se destinam a colocar os credores no controle das empresas em reorganização ou fornecer um regime para tomada de decisão durante o processo. Os contratos contemplam e permitem a reorganização sob o controle do conselho de administração do devedor. As partes pretendem que os contratos apenas concedam aos credores poderes contundentes pelos quais eles buscarão influenciar o conselho.”

¹¹⁰¹ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1907.

¹¹⁰² Ver 9.2 *supra*.

¹¹⁰³ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1907.

¹¹⁰⁴ Conforme defendem ABRAHAM, Nikhil; HABBU, Aditya. **DIP Lending...**, p. 6-7.

¹¹⁰⁵ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1924.

¹¹⁰⁶ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1925. Conforme explica o autor, trata-se de penalidade condicionada ao seguinte: se o credor participar em futuro financiamento para a saída do processo de recuperação (*exit financing*), essa penalidade não é aplicada. Mas, se os ativos do devedor são vendidos ou se ele obtém o *exit financing* de outro credor, a penalidade é cobrada.

¹¹⁰⁷ Cf. SKEEL, JR., David A. **The past...**, p. 1926-1927.

Na segunda modalidade (*loan-to-own financing*), o credor demanda, como condição prévia à concessão do crédito, o exercício de alguma medida de controle sobre o devedor, concretizado pela exigência de assentos no conselho de administração, venda de ativos a ele próprio ou mesmo aquisição de participação societária, especialmente quando se trata de *private equities* e fundos de *hedge*.¹¹⁰⁸ Os administradores, agindo em nome do novo credor, põem em prática a decisão de vender ativos ou fechar a empresa. Nesses casos, estarão eles protegidos perante os demais credores e acionistas se tiverem agido no melhor interesse da companhia.¹¹⁰⁹

Um mecanismo existente no direito brasileiro que viabiliza o exercício do *loan-to-own-financing* está no art. 18 da LSA, segundo o qual a sociedade anônima pode prever em seu estatuto que uma ou mais classes de ações preferenciais possam eleger administradores ou conferir aos seus titulares o poder de veto para alteração de determinadas matérias estatutárias.¹¹¹⁰ Trata-se, segundo a doutrina,¹¹¹¹ de forma de controle permanente da companhia que transcende os poderes da assembleia de acionistas, pois a extinção de tais vantagens depende da prévia aprovação ou ratificação de mais da metade dos acionistas da respectiva classe de preferencialistas,¹¹¹² com a ressalva de que o abuso do direito de voto dessa classe será sempre punível, anulando-se os votos assim proferidos. Contudo, para Eduardo Salomão Neto,¹¹¹³ esse poder de veto não implica controle societário e as responsabilidades decorrentes, porquanto as possibilidades do detentor desse poder se resumem a aprovar ou não determinada matéria, enquanto o poder de votar e eleger, estabelecido no art. 116 da LSA para caracterização do acionista controlador, pressupõe a escolha entre um número ilimitado de possibilidades.

Para Michelle M. Harner,¹¹¹⁴ a expressão “*loaning to own*” se refere tanto à capacidade do financiador de assumir o controle da companhia, ou ao menos tomar seus

¹¹⁰⁸ Cf. ABRAHAM, Nikhil; HABBU, Aditya. **DIP Lending**..., p. 7.

¹¹⁰⁹ Cf. LOPUCKI, Lynn M. **The Nature**..., p. 666-667.

¹¹¹⁰ Segundo observam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, o mesmo dispositivo já foi utilizado como meio de recuperação de empresas em crise, mediante o estabelecimento do chamado controle gerencial direto, que consiste no seguinte: “[b]asta prever virtualmente em um estatuto, além da composição da Diretoria e do Conselho de Administração, todas as matérias relevantes para os negócios sociais, atribuindo poderes de direção desses negócios sociais aos órgãos de administração. Assim, com o poder de veto das alterações estatutárias e com o poder de eleger a maioria dos membros do Conselho, pode-se controlar a sociedade. Esses poderes são atribuídos a ações preferenciais de classe especial (golden shares – art. 18 da lei societária) que são, por sua vez, transferidas aos administradores.” (**O Poder de Controle**..., p. 77). Assim, afasta-se o controlador da condução da empresa, sem que haja redução em sua participação no capital da companhia.

¹¹¹¹ Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários**..., 1 v., p. 239-240.

¹¹¹² Art. 136, § 1º, LSA.

¹¹¹³ **Direito**..., p. 416-417.

¹¹¹⁴ **The corporate**..., p. 714.

ativos em caso de inadimplemento, como aos rígidos compromissos financeiros associados ao empréstimo, os quais podem facilitar o inadimplemento que enseja a transferência do controle da empresa ou de ativos importantes ao financiador.

Segundo Nikhil Abraham e Aditya Habbu,¹¹¹⁵ a alienação das empresas em crise vem ganhando a preferência das cortes norte-americanas por ser mais rápida, barata e fácil de ser executada em relação a um processo de recuperação tradicional. Muitos empréstimos a devedores em crise contêm inclusive cláusulas que preveem a alienação da empresa em poucas semanas ou meses. Iniciativas de venda de frações ou da totalidade de grandes empresas que recorreram ao *Chapter 11* nos últimos anos têm sido relacionadas ao controle exercido pelos credores que financiam essas empresas, os quais impõem limitações ao acesso do devedor a novos recursos e rígidas exigências na condução das atividades da empresa.¹¹¹⁶ Em resposta, os credores hierarquicamente inferiores vêm buscando aumentar sua influência nos processos de reorganização por meio da instauração de comitês e de negociações de créditos com terceiros, em especial fundos de *hedge*.¹¹¹⁷

De todo modo, o que se percebe é que as vendas em bloco de empresas em crise tornaram-se importantes como um método mais barato e rápido de reorganização da empresa em relação ao soerguimento pelas vias ordinárias. Assim, hoje, o *DIP financing* deve ser encarado dentro do contexto do *Chapter 11* como uma ponte para a venda da empresa ao invés de uma recuperação autônoma.¹¹¹⁸ Como os novos credores estão

¹¹¹⁵ **DIP Lending...**, p. 14-16.

¹¹¹⁶ Cf. AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. **Creditor Control...**, p. 4.

¹¹¹⁷ Cf. AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. **Creditor Control...**, p. 4-5.

¹¹¹⁸ Cf. ABRAHAM, Nikhil; HABBU, Aditya. **DIP Lending...**, p. 22. Nem sempre o novo credor consegue adquirir a empresa por meio do *DIP financing*. Janis Sarra cita um caso ocorrido no Canadá que seguiu essa orientação: em *In re Mecachrome International Inc.*, o juiz Gascon, do Tribunal Superior de Quebec, rejeitou um pedido de aprovação de um contrato de financiamento de plano de recuperação sob o CCAA, por meio do qual os financiadores adquiririam todas as ações da empresa canadense como forma de pagamento, incluindo alguns recursos para pagamento dos credores quirografários em aproximadamente 12% do valor de seus créditos. O Tribunal sustentou que o CCAA destina-se a permitir que a empresa devedora, com o auxílio dos credores, enfrente suas dificuldades financeiras e continue operando no interesse das partes e da sociedade em geral, e que um plano apoiado pelos credores deve ser concluído no melhor custo e sob as melhores condições possíveis para os credores que inevitavelmente seriam atingidos. No caso concreto, entendeu-se que os objetivos principais do CCAA seriam melhor observados com a rejeição do financiamento do plano. O Tribunal considerou que o efeito cumulativo (a) da ausência de uma discussão legítima e aberta para apurar a proposta de financiamento; (b) da definição limitada do que constituiria uma proposta superior ao abrigo do plano de financiamento e a falta de flexibilidade do conselho de administração para qualificar uma proposta como superior; (c) dos efeitos negativos da elevada multa rescisória; (d) e da falta de evidência de maximização do valor da empresa depuseram contra os objetivos de um processo transparente e aberto. Além disso, o financiamento acarretaria usurpação do direito de voto dos credores e limitaria as opções do devedor no tocante a possíveis soluções alternativas que pudessem beneficiar os credores. O Tribunal considerou, ainda, que a cláusula de exclusividade na aquisição de ativos, mesmo que por prazo limitado, não aliviaria os deveres de transparência da empresa durante o processo. Por fim, o Tribunal entendeu que a

sujeitos à instabilidade da situação do devedor, mas seus lucros são pré-determinados, eles possuem um incentivo para minimizar os efeitos dessa instabilidade e comprimir o risco, o que, no âmbito do *Chapter 11*, é mais facilmente atingido pela venda de parte ou da totalidade dos ativos para que seus empréstimos sejam pagos. Entretanto, se a empresa for viável e o credor espera manter sua relação com ela, a intenção de preservar o negócio freará o impulso liquidatório, mas sempre existe o risco de o credor pressionar o devedor para que este venda seus ativos prematuramente.¹¹¹⁹

A decisão quanto ao destino da empresa depende, ainda, do grau de liquidez de seus ativos. Enquanto empresas com ativos relativamente líquidos devem apresentar elevados percentuais de dívidas com garantias e menor probabilidade de uma reorganização tradicional, sendo preferível sua venda total ou parcial, empresas com ativos relativamente ilíquidos devem apresentar baixos percentuais de dívidas garantidas e maior probabilidade de reorganização nos moldes tradicionais, ao invés de alienação de ativos.¹¹²⁰

David A. Skeel, Jr.¹¹²¹ propõe três alternativas para tentar solucionar os problemas de governança que podem surgir na obtenção de créditos por empresas em crise.

A primeira delas é repensar as maneiras pelas quais o devedor financia a recuperação, restringindo o escopo e o momento em que o novo crédito é obtido ao deferimento do processamento da recuperação.

A segunda seria submeter o novo crédito à votação pelos demais credores. Uma maneira de estruturar essa operação seria permitir que o juiz autorizasse a obtenção de financiamentos logo no início do processo e sujeitar qualquer modificação no valor ou prazo à aprovação dos credores. Todavia, convocar uma assembleia de credores nos primeiros estágios da recuperação seria bastante complicado e, além disso, se os credores estiverem inclinados a rejeitar ou impor alterações aos novos créditos, caso estes se mostrem pouco triviais, os novos credores poderão ser relutantes em negociar o crédito de antemão.

A terceira alternativa consiste na supervisão do empréstimo pelo Poder Judiciário. Nos Estados Unidos, alguns juízes modificam os termos do empréstimo que eles mesmos

aprovação do empréstimo pelo administrador judicial, embora seja um fator importante, não é decisivo (**Financing...**, p. 596-597).

¹¹¹⁹ Cf. SKEEL, JR., David A. **Creditors' Ball...**, p. 937-938. Complementando, o autor defende que o anseio dos novos credores pela rápida venda dos ativos do devedor pode impedir uma externalidade criada pelo *Chapter 11* que se refere aos benefícios anticoncorrenciais, na medida em que se permite que a empresa em crise prossiga com suas atividades e promova sua recuperação por si só, sem necessariamente ser adquirida por uma empresa concorrente.

¹¹²⁰ Cf. AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. **Creditor Control...**, p. 20.

¹¹²¹ **Creditors' Ball...**, p. 940-942.

aprovaram ou proíbem a execução de algumas disposições contratualmente previstas. Contudo, há casos em que os juízes aprovam a elevação do grau de prioridade de pagamento dos créditos preexistentes para viabilizar a concessão de novos créditos.

Conclui David A. Skeel, Jr.¹¹²² que a solução para os problemas oriundos do *DIP financing* não necessita de mudanças estruturais, mas de supervisão pelo juiz, que deve impedir determinadas previsões contratuais, especialmente quando o financiador for titular de um crédito sujeito à recuperação judicial.

Já Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen¹¹²³ entendem que mudanças na legislação falimentar com o intuito de limitar o controle pelos credores possivelmente não surtiriam efeitos, pois a limitação de suas prerrogativas dentro do procedimento concursal somente faria aumentar o controle que esses credores exercem fora do processo.

Analisando a questão à luz do contexto brasileiro, as práticas que interferem na governança ou mesmo no controle das empresas em recuperação judicial são incomuns, inclusive pela atual timidez do mercado de financiamento das empresas em crise no país. Todavia, caso esse mercado venha a se desenvolver no futuro, o legislador e os operadores do direito deverão ter em mente a possibilidade de surgimento dessas práticas, tomando as precauções necessárias para evitar abusos e ilegalidades. Assim, a depender do grau e da natureza da influência do credor na administração da empresa ou perante seu controlador, poderá restar caracterizado abuso de direito, considerado ato ilícito nos termos do art. 187 do Código Civil.¹¹²⁴

Ainda, caso o mercado brasileiro desenvolva a prática do financiamento de empresas em crise a ponto de o financiador interferir no controle da empresa, outros aspectos legais deverão ser considerados.

Em se tratando de controle interno, ou seja, aquele fundado na participação no capital votante da sociedade,¹¹²⁵ o financiador, na qualidade de sócio de responsabilidade limitada, controlador ou administrador da sociedade que venha a falir, está sujeito ao risco

¹¹²² **Creditors' Ball...**, p. 950.

¹¹²³ **The End...**, p. 785.

¹¹²⁴ Nesse sentido, cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle...**, p. 94 (nota). A conclusão semelhante chegaram os tribunais canadenses no caso da empresa *Minco-Division Construction Inc.*, reconhecendo que o financiamento concedido ao devedor em troca do controle ou poder de veto no processo de recuperação pode revelar que o credor agiu de maneira abusiva, com má-fé ou de modo incompatível com as razoáveis expectativas do devedor e dos demais credores no momento em que o financiamento foi acordado (cf. SARRA, Janis. **Financing...**, p. 605).

¹¹²⁵ Neste trabalho, partimos da premissa de que o controle interno está fundado na participação no capital votante da sociedade, sem embargo das críticas formuladas por Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho a partir da classificação das espécies de controle interno proposta por Berle e Means, que identificaram a possibilidade de dissociação entre sociedade e controle (**O Poder de Controle...**, p. 51-79).

de responsabilização pessoal, estabelecida nas respectivas leis, com a possibilidade de indisponibilização de seus bens particulares até o julgamento da respectiva ação.¹¹²⁶

Carlos Klein Zanini¹¹²⁷ identifica, nesse caso, duas hipóteses de responsabilização: decorrente de ato ilícito ou de descumprimento de obrigação de integralizar saldo do capital subscrito e ainda não integralizado das sociedades limitadas e anônimas. Neste trabalho, interessa-nos a primeira hipótese, verificável quando se pratica atos contrários ao disposto no contrato social ou na lei de regência, tornando ilimitada a responsabilidade dos que assim agiram, nos termos do art. 1.080 do Código Civil. Quanto às sociedades anônimas, a LSA contém diversos artigos que tratam da responsabilidade dos administradores e sociedades controladoras (arts. 158, 245 e 246), bem como do acionista controlador pelo abuso no direito de voto (art. 115) e pelos atos praticados com abuso de poder (art. 117), dentre os quais destacamos aqueles que impliquem prejuízo aos acionistas minoritários, trabalhadores e investidores em valores mobiliários da companhia, além da contratação com a companhia em condições de favorecimento ou não-equitativas, identificáveis no caso concreto.

Na seara consumerista, o juiz poderá desconsiderar a personalidade jurídica da sociedade quando, em detrimento do consumidor, houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social, bem como nos casos de falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração.¹¹²⁸ Todavia, no escólio de Fábio Ulhoa Coelho,¹¹²⁹ a desconsideração somente teria pertinência quando a responsabilidade não puder ser diretamente imputada ao sócio, controlador ou representante legal da pessoa jurídica, enquanto nos casos em que for possível a responsabilização direta, a pessoa jurídica, *in casu*, a empresa em crise, não representa obstáculo. Por outro lado, não alcança os sócios a responsabilidade pelos atos imputados aos administradores inaptos, conforme prevê a norma em tela.¹¹³⁰ Ainda assim, o § 2º do art. 28 do Código de Defesa do Consumidor estabelece a responsabilidade subsidiária das sociedades integrantes de grupos societários pelas obrigações previstas naquele diploma legal, enquanto o § 4º estipula a responsabilidade das sociedades coligadas apenas quando houver culpa.

¹¹²⁶ Art. 82, *caput* e § 2º, LRE.

¹¹²⁷ **Comentários...**, p. 354-355.

¹¹²⁸ Art. 28, Lei n. 8.078/90.

¹¹²⁹ **O Empresário e os Direitos do Consumidor**. São Paulo: Saraiva, 1994, p. 226-227.

¹¹³⁰ Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. **O Empresário...**, p. 228-229.

Há também o risco de sucessão trabalhista, tanto no caso de aquisição de controle como do exercício efetivo da administração ou direção da empresa em crise, conforme abordamos em 9.2 acima. Soma-se a esse risco a frequente extensão, aos sócios, da responsabilidade pelas obrigações trabalhistas da sociedade, o que tem maior relevância no término do período de suspensão previsto na LRE. A rigor, as dívidas trabalhistas anteriores estarão albergadas pelo plano de recuperação, mas o risco de quebra não está afastado e decisões judiciais ainda poderão atingir os novos sócios.¹¹³¹

Na esfera concorrencial, a Lei n. 12.529/11 prevê, tal como previa a Lei n. 8.884/94, porém com mais precisão, a responsabilidade solidária de empresas do mesmo grupo econômico, de fato ou de direito, quando pelo menos uma delas praticar infração à ordem econômica.¹¹³² Diante disso, uma vez demonstrado que a recuperanda cometeu infração desse tipo, poderá o financiador que integre o mesmo grupo econômico ser solidariamente responsabilizado. A Lei n. 12.529/11, a exemplo do anterior diploma concorrencial e do Código de Defesa do Consumidor, prevê também a desconsideração da personalidade jurídica do responsável por infração da ordem econômica caso haja abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social. A mesma sanção terá lugar nos casos de falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração.¹¹³³

Por derradeiro, no caso de recursos provenientes de instituições financeiras, existe vedação ao empréstimo a sociedades controladas, punível administrativa e criminalmente,¹¹³⁴ o que pode ser aplicado inclusive a instituições financeiras estrangeiras, a depender do que dispõe a lei aplicável, por se tratar de evidente lógica administrativa.¹¹³⁵ Quanto à sanção na esfera administrativa, cumpre salientar que a concessão de empréstimos é proibida inclusive a pessoas jurídicas de cujo capital a instituição

¹¹³¹ Conforme lembra Modesto Carvalhosa, “[...] em face do caráter institucionalmente protecionista da Justiça do Trabalho, e, portanto, do reconhecimento do caráter alimentar das obrigações trabalhistas, de cujo cumprimento pode depender a sobrevivência do trabalhador, e ainda do princípio de que o empregado não deve sujeitar-se aos riscos da atividade empresarial, a jurisprudência trabalhista, na vigência do Decreto n. 3.708/19, veio consolidando o entendimento de que os sócios, *inclusive os não gerentes*, das sociedades limitadas respondiam com todo seu *patrimônio pessoal*, ilimitada e solidariamente, porém de forma *subsidiária*, pelas obrigações trabalhistas da sociedade.” (grifos do autor) (In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de (coord.). **Comentários ao Código Civil – parte especial – do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195)**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. 13 v, p. 22-23).

¹¹³² Art. 33, Lei n. 12.529/11.

¹¹³³ Art. 34, Lei n. 12.529/11.

¹¹³⁴ Art. 34, inciso IV, Lei n. 4.595/64, e art. 17, Lei n. 7.492/86, respectivamente.

¹¹³⁵ Cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito...**, p. 415.

financeira, seus diretores, cônjuges ou parentes até segundo grau participem com mais de dez por cento.¹¹³⁶

¹¹³⁶ Art. 34, incisos IV e V, Lei n. 4.595/64. Ressalte-se que, por força do § 2º desse mesmo artigo, a proibição ora mencionada não se aplica a instituições financeiras públicas.

13 O PRINCÍPIO DA PRESERVAÇÃO DA EMPRESA E O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS FALIDAS

A exemplo de diversas legislações estrangeiras, a LRE determina que, na falência, o devedor seja afastado das suas atividades,¹¹³⁷ desapossado de seus bens para que estes sejam preservados, o que faz pressupor que a empresa falida será, em tese, desativada.¹¹³⁸ Assim era o espírito do Decreto-lei n. 7.661/45, no qual o processo falimentar era visto com um fim próprio, centrado na liquidação do ativo como alternativa para lidar com a crise da empresa e saldar as dívidas.¹¹³⁹

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira¹¹⁴⁰ já destacavam que o antigo procedimento falimentar tornara-se solução obsoleta para empresas de médio e grande porte, o que se deve em grande medida ao fato de ter sido elaborado num contexto em que predominavam empresas comerciais de pequeno e médio porte, cujos ativos, geralmente estoques de mercadorias, podiam ser facilmente realizados para pagar os credores. Numa grande empresa industrial, diziam, o ativo – construções, instalações e equipamentos – somente poderia ser realizado em moeda pela continuidade das operações.

A LRE pretendeu instaurar uma nova realidade. Um dos princípios norteadores de sua elaboração é o da separação dos conceitos de empresa e empresário, pois aquela é o conjunto organizado de capital e trabalho para a produção ou circulação de bens ou serviços que não se confunde com a pessoa natural ou jurídica que a controla, o que possibilita a preservação da empresa mesmo na falência, mediante sua alienação a outro empresário que continue a atividade.¹¹⁴¹ Nessa premissa, a LRE, ao mesmo tempo em que determina o desapossamento do devedor na falência, procura, a teor do art. 75, “preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos, inclusive os intangíveis, da empresa”.

Paulo Fernando Campos Salles de Toledo¹¹⁴² leciona que o dispositivo utiliza o termo empresa em seu sentido objetivo, ou seja, como um conjunto organizado de bens utilizados para a exploração da atividade econômica, conceito esse que corresponde ao

¹¹³⁷ Art. 75, LRE.

¹¹³⁸ Cf. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **A preservação da empresa...**, p. 520.

¹¹³⁹ Cf. ZANINI, Carlos Klein. **Comentários...**, p. 337.

¹¹⁴⁰ **A lei das S.A.**..., p. 186-187.

¹¹⁴¹ Cf. TEBET, Ramez. **Parecer nº 534...**, p. 29.

¹¹⁴² **A preservação da empresa...**, p. 520-533.

estabelecimento (*azienda*), extensível às hipóteses de pluralidade de estabelecimentos. Por isso, a LRE, no intuito de preservar a empresa mesmo na falência, viabiliza a alienação dos estabelecimentos em bloco, prioritariamente à venda dos bens em separado, sem ônus ao adquirente, que poderá manter a força de trabalho mediante a celebração de novos contratos, tornando a aquisição mais atrativa aos potenciais compradores, haja vista a redução dos custos de entrada no mercado.

Todavia, da decretação da falência até a efetiva realização do ativo, o que se dará somente após a arrecadação de todos os bens,¹¹⁴³ pode ocorrer uma perda de valor acarretada pela desativação da empresa. E, para evitar esse inconveniente, a LRE permite que o juiz, ao sentenciar a falência, determine a continuação provisória das atividades do falido, sob a direção do administrador judicial.¹¹⁴⁴

À época do Decreto-lei n. 7.661/45, o falido podia requerer ao juiz, ouvidos o síndico e o Ministério Público, a continuação do negócio, que seria gerido por “pessoa idônea, proposta pelo síndico”.¹¹⁴⁵ Diferentemente da lei atual, a medida somente poderia ser deferida após o término da arrecadação dos bens e juntada dos inventários aos autos da falência, salvo “caso excepcional e a critério do juiz”.¹¹⁴⁶

A revogada lei falimentar regulava também a situação especial das empresas concessionárias de serviços públicos federais, estaduais e municipais, cuja falência não interrompia os serviços nem a construção das obras objeto dos respectivos contratos,¹¹⁴⁷ haja vista sua relevância para a população em geral e a calamidade que poderia advir de sua paralisação. A obra ou serviço continuaria sob a direção do síndico e poderia haver a transferência da concessão a terceiros, mediante autorização do poder concedente.

A LRE não estabelece prazo, mas diz apenas que o exercício será “provisório”, em oposição à lei anterior, na qual continuação do negócio perduraria enquanto não fosse cassada pelo juiz, a requerimento do síndico ou dos credores, ouvido o representante do Ministério Público, se o falido não pedisse concordata no prazo legal ou, se o tivesse feito, quando julgado, em primeira instância, o seu pedido.¹¹⁴⁸

¹¹⁴³ Art. 139, LRE.

¹¹⁴⁴ Art. 99, inciso XI, LRE.

¹¹⁴⁵ Art. 74 do Decreto-lei n. 7.661/45.

¹¹⁴⁶ Art. 74, § 1º, do Decreto-lei n. 7.661/45. Manoel Justino Bezerra Filho observava que, geralmente, o síndico é quem era designado para gerir a empresa, tal como ocorre na lei atual com o administrador judicial. Contudo, o jurista apontava para a necessidade de o síndico constituir uma equipe de sua confiança, porque poderia não ter condições técnicas para gerir a empresa (**Lei de Falências Comentada**. 2. ed. São Paulo: RT, 2003, p. 279).

¹¹⁴⁷ Art. 201, Decreto-lei n. 7.661/45.

¹¹⁴⁸ Art. 74, §§ 6º e 7º, Decreto-lei n. 7.661/45.

José Cândido Sampaio de Lacerda¹¹⁴⁹ criticava o dispositivo, que permitia o arrendamento do estabelecimento a terceiros ou a exploração de certas atividades que poderiam prejudicar a massa e gerar uma desvalorização do fundo de comércio, caso explorado por um concorrente mal intencionado, de modo que com muita cautela seria deferida a continuidade do negócio, observado o sistema de propostas previsto no art. 118 da lei revogada.

A manutenção das atividades da empresa na falência, ainda que provisória, permite a preservação das relações com trabalhadores, fornecedores e consumidores, além de gerar outras duas consequências importantes: primeiro, maximiza o valor dos ativos do falido,¹¹⁵⁰ porquanto viabiliza um maior retorno aos credores na medida em que a rápida alienação da empresa em operação, por se tratar de um *going concern*,¹¹⁵¹ é, em geral, mais rentável do que o seu “desmanche”, com a mera venda de seus “restos mortais”,¹¹⁵² tal como se observava na vigência do Decreto-lei n. 7.661/45; em segundo lugar, atende-se ao princípio da preservação da empresa mesmo na falência, pois a sociedade ganha com a manutenção das atividades.¹¹⁵³

Ocorre que, para continuar provisoriamente em atividade, a empresa falida pode carecer de recursos para, *e.g.*, pagar salários e fornecedores. Nesse sentido, a LRE parece ter dificultado a manutenção da atividade provisória da empresa ao franquear o “pagamento antecipado” de despesas indispensáveis somente com recursos disponíveis em caixa.¹¹⁵⁴ Numa leitura mais apressada, o dispositivo pode levar à conclusão de que, inexistindo esses recursos, a manutenção provisória da atividade ficaria inviabilizada e seu potencial valor de alienação restaria comprometido. Contudo, essa não parece a melhor solução à luz dos princípios da preservação da empresa e da maximização do valor dos ativos do falido.

¹¹⁴⁹ **Manual...**, p. 106.

¹¹⁵⁰ No Parecer n. 534/2004, argumentou-se que “a lei deve estabelecer normas e mecanismos que assegurem a obtenção do máximo valor possível pelos ativos do falido, evitando a deterioração provocada pela demora excessiva do processo e priorizando a venda da empresa em bloco, para evitar a perda dos intangíveis. Desse modo, não só se protegem os interesses dos credores de sociedades e empresários insolventes, que têm por isso sua garantia aumentada, mas também diminui-se o risco das transações econômicas, o que gera eficiência e aumento da riqueza geral.” (cf. TEBET, Ramez. **Parecer nº 534...**, p. 30-31).

¹¹⁵¹ Cf. SZTAJN, Rachel. In: TOLEDO..., p. 495.

¹¹⁵² Cf. FERREIRA, Waldemar. **Instituições de direito comercial**. v. 2. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 14-15.

¹¹⁵³ Ainda no Parecer n. 534/2004, conforme mencionado, ao se tratar do princípio da preservação da empresa, entendeu-se que ele tem lugar “*sempre que possível*, pois gera riqueza econômica e cria emprego e renda, contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento social do País.” (cf. TEBET, Ramez. **Parecer nº 534...**, p. 29, grifo nosso).

¹¹⁵⁴ Art. 150, LRE.

Uma análise mais detida do art. 75 da LRE poderia mostrar que o legislador não pretendeu dar ao termo empresa um sentido tão somente objetivo, mas também patrimonial.

De acordo com Alberto Asquini,¹¹⁵⁵ juridicamente, a empresa pode ser vista sob diversos perfis: subjetivo, funcional, corporativo e patrimonial-objetivo. Neste último, a empresa é ao mesmo tempo estabelecimento (*azienda*) e patrimônio aziendale; o primeiro, um conjunto de bens (materiais, imateriais, móveis e imóveis) utilizados pelo empresário para o exercício de sua atividade; o segundo, o resultado de um complexo de relações jurídicas organizadas em torno do empresário, heterogêneas e dinâmicas, que dão lugar a um patrimônio especial.

Conforme exposto, não há dúvidas de que o legislador, ao tratar da realização dos ativos na falência, refere-se primordialmente à empresa em seu sentido objetivo, como estabelecimento. Entretanto, a empresa falida pode ser vista também sob o aspecto patrimonial, como sujeito de direitos e obrigações, entendimento esse corroborado pelo art. 140, § 3º, que prevê a possibilidade de “transferência de contratos específicos” ao adquirente, com o fim, segundo Rachel Sztajn,¹¹⁵⁶ de garantir a continuidade da atividade econômica, além de reduzir os custos da transação e estimular a compra do estabelecimento.

Admitindo-se que a manutenção provisória das atividades da empresa na falência comporta o surgimento de novos negócios jurídicos, é válido pensar que a contratação de novos empréstimos é não apenas possível, mas por vezes essencial à manutenção das atividades e à consequente maximização do valor dos bens.

A hipótese é factível em outros ordenamentos jurídicos.

A Holanda possui um sistema concursal voltado à proteção dos credores, tendo como fim precípua a alienação dos ativos, inclusive visando a continuidade do negócio. Entretanto, aquele sistema possibilita à empresa obter financiamentos mesmo durante a falência, porém somente os ativos desonerados é que poderão ser oferecidos em garantia

¹¹⁵⁵ Profili dell'impresa. **Rivista Del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni**, Milão, Parte I-II, Vol. XLI, Vallardi, 1943, p. 6-19.

¹¹⁵⁶ In: TOLEDO..., p. 501-502. A jurista menciona alguns exemplos de contratos cuja relevância para a atividade empresarial justifica sua manutenção: contratos de fornecimento de matérias-primas, contratos de manutenção, de serviços especializados e contrato de locação do imóvel onde se encontra o estabelecimento da empresa.

pelo administrador judicial e os respectivos credores serão tratados como extraconcursais.¹¹⁵⁷

Lorenzo Stanghellini¹¹⁵⁸ lembra que, com a reforma da lei de falências italiana, foi criado o instituto do *esercizio provvisorio*, pelo qual se permite que a empresa falida continue sua atividade, mesmo que limitada a algum ramo específico, para que conserve seu valor, tendo em vista uma melhor liquidação.¹¹⁵⁹ Porém, a conservação do valor da empresa pode requerer empréstimos para, *e.g.*, pagamento de salários ou aquisição de matérias-primas. Nessa óptica, caso o *curatore* entenda que a empresa possui capacidade de gerar riquezas (*avviamento*) e que essa capacidade pode ser conservada somente com a captação de novos recursos, pode ele contratar novos empréstimos, que terão o *status* de crédito extraconcursal, conforme art. 104, parágrafo 8º da lei de falências italiana. A concessão do empréstimo deve, entretanto, observar os mesmos requisitos para a autorização do *esercizio provvisorio*: se este for concedido na sentença que decretar a falência, os novos empréstimos devem ser autorizados pelo tribunal, com base em elementos aferidos já na fase pré-falimentar; se for concedido após a sentença de quebra, ou se a necessidade de dinheiro novo surgir após sua concessão, a contratação de novos empréstimos depende da prévia aprovação do comitê de credores e será autorizada pelo *giudice delegato*.

A lei falimentar italiana também possibilita a venda do estabelecimento a uma ou mais sociedades, nos termos de seu art. 105, parágrafo 8º, o que viabilizaria a obtenção de empréstimos. Nesse caso, ocorre a venda dos ativos e dos passivos que se entendam expressamente vinculados à sociedade, como, por exemplo, o débito garantido por hipoteca sobre determinados imóveis e outros débitos que o *curatore* entenda que deva conferir na venda, desde que não altere a ordem dos créditos.¹¹⁶⁰

¹¹⁵⁷ Cf. COUWENBERG, Oscar; LUBBEN, Stephen J. The costs of chapter 11 in context: American and Dutch business bankruptcy. **85 Am. Bankr. L.J.**, 2011, p. 68.

¹¹⁵⁸ **Linee-guida...**, p. 47.

¹¹⁵⁹ Régio Decreto n. 267/1942, art. 104.

¹¹⁶⁰ Cf. STANGHELLINI, Lorenzo. **Linee-guida...**, p. 48: “[c]on tale operazione l’azienda viene isolata dai debiti precedenti e la nuova società che la gestisce nasce, secondo i principi generali delle cessioni fallimentari, senza debiti, o con i soli debiti che si ritenga di attribuirle (ad esempio, quelli garantiti da ipoteca capiente su beni conferiti o i debiti per TFR). La nuova società potrà pertanto attingere a nuovi finanziamenti secondo regole di mercato, attribuendo ai nuovi finanziatori una sorta di ‘prededuzione’ perfetta e non contestabile, in quanto assicurata dalla diversità dei soggetti giuridici (la società cui l’azienda è conferita, da un lato, e il fallimento dall’altro). I creditori che partecipano alla procedura di fallimento potranno infatti rivalersi sulla partecipazione, ma mai sull’attivo conferito nella società, che resterà definitivamente destinato ai creditori della società stessa, cioè ai creditori dell’azienda post-conferimento.”. Tradução nossa: “[p]or meio de tal operação, o estabelecimento vem isolado de dívidas anteriores e a nova sociedade que o gerencia nasce, segundo o princípio geral da cessão falimentar, sem dívidas, ou apenas com as dívidas que lhe forem atribuídas (como, por exemplo, as hipotecas existentes

A despeito dos obstáculos legais e regulamentares que mencionamos na seção 11, entendemos que o administrador judicial da massa falida poderia, em nome desta, contratar financiamentos para compor o caixa e manter as atividades, pagando salários e fornecedores.

Tratando das instituições financeiras em crise e seus regimes especiais no Brasil, Eduardo Salomão Neto¹¹⁶¹ já vislumbrou a hipótese de concessão de mútuos para permitir a liquidação ordenada de ativos na crise dessas empresas, evitando alienações a valores depreciados por condições mercadológicas adversas. O jurista destaca que a LRE timidamente viabiliza essa prática em seu art. 22, inciso III, alíneas “I” e “o”, que relacionam, entre as obrigações do administrador judicial na falência, a prática de atos conservatórios de direitos e ações e a requisição de medidas e diligências necessárias para proteger a massa ou tornar sua administração eficiente. Ainda, tal lógica seria reforçada pelo art. 84, que confere privilégio de pagamento aos créditos legitimamente contraídos pelo administrador judicial na falência, ressalvadas as exceções previstas na LRE.

Todavia, determinadas disposições da LRE podem, a princípio, limitar essa prática.

A primeira delas está contida no inciso VI do art. 99, segundo o qual a sentença que decretar a falência proibirá a prática de atos de disposição ou oneração de bens do falido, submetendo-os preliminarmente à autorização judicial e do comitê de credores, “ressalvados os bens cuja venda faça parte das atividades normais do devedor se autorizada a continuação provisória”. Neste caso, a norma acertadamente impede a outorga de bens da massa em garantia de empréstimos, salvo se houver autorização pelo juiz e pelo comitê de credores. Como se trata de situação excepcionalíssima, a assunção de novas obrigações pecuniárias com garantia deve ser imprescindível à continuidade dos negócios e à preservação do valor da empresa, o que deverá estar bem fundamentado pelo administrador judicial.

Adicionalmente, conforme já tratamos, o art. 151 dispõe que os créditos trabalhistas de natureza estritamente salarial vencidos nos três meses anteriores à quebra, até o limite de cinco salários mínimos por trabalhador, serão pagos “tão logo haja disponibilidade em caixa”. Aqui, poder-se-ia pensar que os recursos captados via empréstimos pela massa

sobre o bem ou pensões dos trabalhadores). A nova sociedade poderá, portanto, recorrer a novos financiamentos segundo as regras de mercado, atribuindo aos novos financiadores uma espécie de extraconcursalidade perfeita e incontestável, pois assegurada pela diversidade de pessoas jurídicas (a sociedade para quem o estabelecimento é conferido, de um lado, e a falência de outro). Os credores envolvidos no processo de falência poderão reivindicar suas parcelas, mas não sobre o ativo conferido à sociedade, que será definitivamente direcionado aos credores dela própria, ou seja, da sociedade pós-contribuição.”

¹¹⁶¹ **Direito...**, p. 554 (nota).

seriam imediatamente direcionados ao pagamento dessas verbas, mas essa interpretação vai de encontro à finalidade desses novos créditos, que é manter as atividades da empresa e preservar seu valor. Por esse motivo, os recursos não devem ser destinados ao pagamento de créditos anteriores à decretação de falência, mas àqueles credores que colaboram para a manutenção das atividades durante a falência, como fornecedores e trabalhadores. Pela mesma razão, os novos recursos não deveriam ser direcionados às restituições em dinheiro previstas no art. 86 da LRE.

Outro potencial inibidor do financiamento das empresas em estado falimentar está no já mencionado art. 84, que estabelece ordem de preferência no pagamento dos créditos extraconcursais.

No Decreto-lei n. 7.661/45, fazia-se distinção entre os créditos da massa e os créditos da falência.¹¹⁶² Os primeiros se referiam às obrigações surgidas após a declaração de falência, ao passo que os últimos envolviam os credores existentes antes da quebra.¹¹⁶³ Por sua vez, os débitos correspondentes aos créditos da massa eram subdivididos em encargos da massa e dívidas da massa, sendo aqueles originários das relações internas da massa falida, do andamento do processo e de seus incidentes, enquanto as últimas englobavam as obrigações surgidas das relações dos órgãos da massa com terceiros.¹¹⁶⁴

Entre os encargos, o legislador arrolou as quantias fornecidas à massa pelo síndico ou pelos credores, de maneira semelhante ao inciso II do art. 84. Portando, denota-se que tais quantias não envolvem os créditos concedidos para manter a empresa em funcionamento, pois estes não tratam de relações internas da massa, do andamento do processo e de seus incidentes.

Já entre as dívidas da massa, o Decreto-lei n. 7.661/45 lançava as obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados pelo síndico, cujo dispositivo análogo da LRE está no art. 84, inciso V. Logo, é nesta hipótese que se enquadrariam, à primeira vista, os créditos concedidos para manter as atividades da empresa.

O § 3º do art. 124 do Decreto-lei n. 7.661/45 dispunha que, se os bens da massa não fossem suficientes para o pagamento de todos os seus credores, seriam pagos os encargos antes das dívidas, fazendo-se rateio em cada classe, sem prejuízo dos créditos de natureza trabalhista. O art. 84 seguiu lógica parecida ao determinar a ordem de pagamento dos créditos extraconcursais, mantendo a preferência das quantias fornecidas à massa pelos

¹¹⁶² Arts. 124 e 125, Decreto-lei n. 7.661/45.

¹¹⁶³ Cf. SAMPAIO DE LACERDA, José Cândido. **Manual...**, p. 203.

¹¹⁶⁴ Cf. SAMPAIO DE LACERDA, José Cândido. **Manual...**, p. 223-224.

credores (inciso II) em relação às obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados após a falência (inciso V).

Contudo, há que se interpretar a norma sob as premissas já lançadas, segundo as quais é possível preservar a empresa mesmo na falência, visando sua posterior venda em bloco ou em unidades produtivas isoladas. Sob essa perspectiva, se a contratação de empréstimos para a manutenção da empresa tem como objetivo maximizar o retorno aos credores, é de se supor que o resultado da atividade que só foi viabilizada devido ao novo crédito seja revertido primeiramente ao pagamento desses novos credores, enquanto os demais serão pagos após a realização do ativo ou com os valores que resultarem dos negócios, descontado o pagamento dos credores que financiaram a atividade. Trata-se de equiparação dos novos empréstimos às despesas previstas no art. 150 da LRE, cujo pagamento antecipado seja indispensável à administração da falência, considerando que ambos possuem a mesma função e atuam em prol da massa e dos credores, ressalvadas sempre as hipóteses de fraude ou em que o dinheiro novo não se presta a maximizar o valor dos ativos.

O entendimento ora defendido não só vai ao encontro do princípio da preservação da empresa na falência, mas também protege os trabalhadores, com a manutenção dos empregos, e os credores, ao contribuir para a valorização dos ativos da massa e assegurar a possibilidade de futura venda em bloco.

14 CONCLUSÃO

A crise empresarial provoca efeitos nocivos para toda a sociedade e, por isso, deve receber um tratamento especial pelo direito. Em linhas gerais, duas soluções podem ser adotadas: ou a empresa é mantida no mercado, com algum sacrifício dos credores, ou é liquidada para pagamento de seu passivo. A lei falimentar pode, oferecendo os respectivos mecanismos, priorizar uma ou outra situação, o que demanda investigar os objetivos visados pelo legislador e os interesses que se busca proteger. Todavia, dependendo das causas, da natureza e da profundidade da crise, a liquidação será a alternativa menos gravosa à sociedade.

Por seu turno, a preservação de empresas ditas viáveis vem expressa na lei brasileira, como corolário do princípio da função social da propriedade que deve observar a ordem econômica, de acordo com a Constituição Federal. Em contraposição ao antigo regime concursal, a LRE confere ao devedor diversos meios de superar a crise, consubstanciados num plano de recuperação submetido aos credores.

Nesse mister, assume relevância primordial o crédito, destinado tanto ao suprimento das necessidades de caixa mais imediatas – em especial nos primeiros estágios da recuperação –, como à concretização dos meios propostos pelo devedor para a superação da crise. Em tais circunstâncias, as fontes de recursos são naturalmente escassas, haja vista o majorado risco de inadimplemento, pelo que o crédito deverá provir daqueles que já mantinham uma relação com o devedor, inclusive fornecedores e bancos. Não obstante, alguns enxergam nas empresas em crise uma oportunidade de investimento, mas a contrapartida é, por vezes, a transferência de parcela significativa do capital da empresa ou mesmo de seus ativos ao investidor. No Brasil, esse mercado ainda é insipiente, quer pelos custos envolvidos, que pela resistência dos controladores da empresa, quer pelos riscos de sucessão de dívidas, ainda presentes, além de outros empecilhos.

Por essas e outras razões, determinados ordenamentos jurídicos procuram incentivar o financiamento de empresas em crise, especialmente pela atribuição, aos novos créditos, de níveis de prioridade de pagamento superiores em relação aos créditos preexistentes, inclusive aqueles com garantia real ou trabalhistas, seja na falência, no processo recuperacional ou em ambos. Esses níveis de prioridade são ora rigidamente fixados em lei, ora passíveis de flexibilização pelo juiz. Mais recentemente, alguns países

têm reconhecido a importância dos créditos concedidos nos procedimentos extrajudiciais de recuperação, conferindo-lhes prioridade em superveniente instauração de um processo concursal formal.

O legislador brasileiro procurou trilhar caminho semelhante, proporcionando àquele que continua negociando com a empresa em recuperação judicial, nos termos do art. 67 da LRE, dois benefícios, usufruíveis no caso de convolação em falência: extraconcursalidade dos novos créditos e elevação, à categoria de crédito com privilégio geral, dos créditos quirografários sujeitos à recuperação e titularizados por quem forneceu crédito à empresa durante o processo, no limite do valor fornecido.

Critica-se a solução pátria, pois tais benefícios são demasiadamente limitados e somente operam na falência, enquanto na recuperação judicial nenhuma vantagem é, por lei, conferida ao financiador. Não há no Brasil, como há nos Estados Unidos, incentivos reais ao desenvolvimento dessa prática, como, por exemplo, a autorização para *priming lien*, pela qual o novo credor assume posição superior à de um credor preexistente e com garantia, ou o condicionamento da homologação do plano de recuperação ao pagamento do novo crédito.

Soma-se a isso o fato de que a extraconcursalidade do novo crédito não é absoluta, já que ele será pago depois dos outros créditos extraconcursais, das restituições em dinheiro, dos créditos excluídos dos efeitos da recuperação, dos créditos de natureza estritamente salarial previstos no art. 151 da LRE e daqueles indispensáveis à conservação da massa. Tampouco se diga que a reclassificação dos créditos anteriores se presta a incentivar a concessão de financiamentos, na medida em que atinge somente os quirografários, além do que os créditos com privilégio geral estão abaixo daqueles com privilégio especial, tributários, com garantia real, trabalhistas, extraconcursais e todos que a estes preferem na ordem de pagamento.

Adicionalmente, durante a recuperação judicial, em que não gozam de qualquer incentivo legal aproveitável de imediato, os financiadores deverão concorrer não só com os credores essenciais às atividades da empresa, como fornecedores e trabalhadores, mas também com os créditos devidos ao administrador judicial, custos e despesas do processo e os chamados credores proprietários, particularmente os que possuem cessão fiduciária de recebíveis e os adiantamentos sobre contrato de câmbio, que estão legalmente excluídos da recuperação judicial.

Visando contornar esses e outros obstáculos, muitos devedores conferem, nos respectivos planos de recuperação, tratamento diferenciado aos credores que financiam a

empresa em crise, o qual pode abranger desde pagamento em menor prazo até deságios inferiores relativamente aos demais créditos sujeito à recuperação. Não entendemos que essa alternativa viola a *par condicio creditorum*, podendo o devedor criar distinções entre os credores de mesma classe. No entanto, essas disposições devem atender aos limites da autonomia privada e observar os princípios gerais de direito obrigacional aplicáveis, em especial a boa-fé e a função social do contrato, de maneira que as cláusulas do plano que estabeleçam distinções entre credores da mesma classe facilitem ou viabilizem a recuperação da empresa e que isto seja devidamente comprovado.

No que se refere ao financiamento para empresas no âmbito da recuperação judicial especial e da recuperação extrajudicial, a falta de incentivos legais expressos, aliada às limitações próprias desses institutos, inibe consideravelmente o suporte financeiro para empresas em crise que porventura tenham optado por alguma dessas vias.

Fundamental para o financiamento das empresas em crise é a questão da transparência, cujo papel consiste, idealmente, no adequado fornecimento de informações claras, precisas e atualizadas da empresa aos potenciais financiadores, permitindo-lhes uma avaliação mais acurada de suas perspectivas de sucesso e do risco incorrido. Todavia, não raro os documentos que instruem o pedido de recuperação são elaborados de modo obscuro, incompleto ou incorreto, da mesma forma que as contas demonstrativas mensais, que em muitos casos sequer são apresentadas. Outrossim, a fiscalização empreendida pelo administrador judicial é, por vezes, insuficiente para tal desiderato, enquanto o comitê de credores é órgão quase que inexistente na prática dos processos concursais brasileiros, haja vista a falta de incentivos para sua constituição e as responsabilidades a que estão sujeitos seus membros. Esses fatores desencorajam a concessão de novos financiamentos e, por conseguinte, prejudicam a recuperação judicial. Melhor seria que as sanções aos envolvidos fossem adequadamente tratadas na LRE e efetivamente aplicadas.

Prática bastante comum no financiamento de empresas em crise no direito estrangeiro para reduzir esse problema consiste na imposição de compromissos (*covenants*) nos contratos envolvendo a concessão de novos créditos. Trata-se de cláusulas contratuais pelas quais o financiador pode acompanhar de perto as atividades do devedor, por meio da prestação de um maior número de informações periódicas, sob pena de vencimento antecipado da dívida. Também é comum a inserção de *covenants* vedando determinadas práticas pelo devedor ou mesmo impondo determinados efeitos jurídicos, como a venda de participação societária ou a destituição dos administradores, condicionados, v.g., ao não atingimento dos resultados operacionais previstos.

Outra forma de atrair novos recursos é a outorga de garantias aos novos credores. Em alguns casos, essa solução é inviabilizada pela ausência de bens desonerados, levando muitas empresas a oferecer em garantia a totalidade de seus estoques e recebíveis, o que, a depender da contrapartida oferecida, pode ser prejudicial às empresas e aos credores preexistentes, ensejando questionamentos quanto à legalidade da operação. Em outros casos, a empresa pode oferecer bens de seu ativo não circulante (outrora ativo permanente), o que depende do reconhecimento da “evidente utilidade” pelo juiz, ouvido o comitê de credores. A cautela do legislador é válida, porém inadequada ao contexto brasileiro, especialmente diante da morosidade do Poder Judiciário, pelo que a melhor alternativa, em nosso sentir, seria uma avaliação *a posteriori* dos termos da garantia outorgada e seu impacto no processo de recuperação judicial.

Juntamente com os poucos incentivos legais, o financiamento das empresas em crise no Brasil apresenta diversos obstáculos, tanto da perspectiva do devedor como do financiador, com destaque para: (a) assimetria de informações, agravada pela falta de adequada transparência nas recuperações judiciais e pela insistência dos administradores, em geral os controladores da empresa, de permanecerem na gestão, inibindo uma recuperação mais eficiente; (b) majoração do risco de crédito, decorrência do próprio estado de crise, reforçada pelo risco de responsabilização por eventual reconhecimento de concessão abusiva de crédito, no caso de instituições financeiras; (c) limites regulatórios, especialmente os impostos às instituições financeiras pela Resolução n. 2.682 do CMN, forçando-as a atribuir a pior classificação de risco de crédito às operações com empresas em crise, com o consequente provisionamento do total emprestado, embora a própria norma contenha alternativa para atribuição de *ratings* diferenciados, a depender das características da operação e das garantias oferecidas; (d) risco de reconhecimento de fraude contra credores, aplicável especialmente quando a operação ou a garantia outorgada estiverem em dissonância com os propósitos da recuperação judicial; (e) risco legal, vinculado ao tempo despendido para recuperar os créditos, afastamento dos direitos dos credores e decisões contrárias a dispositivos de lei expressos, com o aumento da insegurança jurídica; (f) concorrência com outros créditos surgidos durante a recuperação, com os ACCs e com os “credores proprietários”, especialmente os cessionários fiduciários de recebíveis; (g) ausência de um mercado secundário de créditos contra empresas em crise, embora esse fator tenha mais sentido, em nossa opinião, quanto aos créditos sujeitos à recuperação judicial; (h) estigma das empresas em dificuldade, resquício das antigas concordatas, maculadas por fraudes de toda ordem; (i) elevado custo do crédito imposto

por credores que se dispõem a outorgar novos financiamentos ao devedor; (j) desconhecimento das regras da recuperação judicial e do financiamento das empresas em crise, o que afasta de pronto financiadores e inibe as iniciativas dos devedores; e (k) dificuldades gerais à concessão e crédito no Brasil, cujos *spreads* ainda são elevados por força de depósitos compulsórios e tributação, não obstante as recentes mobilizações do Governo e dos principais bancos para reduzir as taxas de juros.

Diante desse quadro, é de se supor que algumas propostas *de lege ferenda* e práticas podem ser consideradas para viabilizar o financiamento das empresas em crise. Contudo, dependem de alterações legislativas aquelas ligadas à atribuição, aos financiadores, de um maior nível hierárquico na ordem de pagamento e incentivos usufruíveis durante a recuperação judicial. Por sua vez, a utilização de instrumentos como garantias fiduciárias, empréstimos sindicalizados e securitização de recebíveis podem mitigar o risco de inadimplimento, assim como o reforço dos mecanismos de transparência, inclusive com a indicação de um membro da administração do devedor. Uma maior atuação estatal é igualmente importante, tanto por via direta, garantindo empréstimos aos devedores em crise, como indireta, beneficiando operações desse tipo com a diminuição de tributos ou da exigência de depósitos compulsórios, além de incentivar a criação de varas e câmaras especializadas, tal como ocorre em alguns estados brasileiros.

Em outros países, verifica-se que o financiamento das empresas em crise é utilizado como instrumento de governança pelos credores, que assumem, de fato ou de direito, o controle da empresa em crise e ditam os rumos da recuperação, forçando a eleição de membros da administração, a venda de ativos ou a participação no capital do devedor. Tal prática, favorecida muitas vezes pela estrutura de capital disperso de algumas empresas estrangeiras, tem seus inconvenientes no Brasil, haja vista os riscos e responsabilidades a que se sujeitam os controladores e administradores, inclusive nas searas trabalhista, tributária, consumerista e concorrencial.

Ademais, diante dos novos contornos trazidos pela LRE às empresas falidas, buscando-se preservá-las mesmo quando a recuperação judicial se mostra inviável, é possível vislumbrar a concessão de novos recursos destinados exclusivamente a assegurar seu funcionamento provisório, para que o valor dos ativos seja maximizado e preservado até que se proceda à sua liquidação. Nessa óptica, o financiamento ocorre em benefício da massa e de todos os credores, inclusive extraconcursais, devendo ser equiparado às despesas mencionadas no art. 150 da LRE, pois possui a mesma função.

Em adição a essas considerações, convém destacar que o incentivo ao financiamento das empresas em crise passa pela mudança de uma cultura que vem se instalando desde o advento da LRE. Hoje, a recuperação judicial no Brasil é vista como última saída à empresa altamente endividada e sem recursos para continuar operando. Por razões idiossincráticas, o controlador se recusa a aceitar o estado de crise e insiste, a todo custo, no improvável soerguimento da empresa fora do processo concursal.

Uma vez iniciado, o processo é utilizado para aliviar financeiramente a empresa na iminência de quebra, servindo como entrincheiramento do devedor na condução dos negócios, agora sem boa parte dos credores batendo às portas diariamente para exigir seus créditos.

Em inúmeros casos, não há uma efetiva negociação com todos os credores, tampouco abertura do devedor a medidas mais drásticas, como venda de ativos e afastamento dos administradores. Ao invés disso, negociações paralelas com alguns credores são entabuladas visando garantir quorum suficiente para aprovação do plano a ser proposto. Receosos pela eventual convolação do processo em falência e desincentivados pelas dificuldades de se implantar soluções mais enérgicas, muitos credores tendem a aceitar disposições altamente desfavoráveis, embora algumas delas estejam dentro dos limites da legalidade, em que pensem recentes decisões que consideraram ilegais diversas cláusulas nessa natureza.¹¹⁶⁵

O ideal seria que a LRE propiciasse um foro adequado para discussão entre devedor e credores sobre as propostas para o destino a ser dado à empresa, inclusive a falência, caso esta solução implique um aproveitamento mais eficiente dos seus ativos. Sucessivos aditamentos a planos de recuperação pelo próprio devedor ou apresentação de planos substitutos durante a assembleia geral de credores deveriam ser absolutamente vedados, pois denotam a falta de boa-fé e transparência do devedor.¹¹⁶⁶

Ademais, o mercado conta com poucos veículos e produtos adequados para mitigar os riscos do financiamento às empresas em crise e garantir, *v.g.*, a efetiva observância dos

¹¹⁶⁵ Ver 11.1.4 *supra*.

¹¹⁶⁶ “Agrav. Recuperação Judicial. Alteração substancial e profunda do plano de recuperação judicial proposta sem observância de publicidade com antecedência razoável para o comparecimento de todos os credores. Vulneração dos princípios da lealdade, confiança e boa-fé objetiva. Natureza contratual da recuperação judicial que exige, na fase pré-contratual, conduta proba, honesta e ética, sob pena de afronta à boa-fé objetiva do art. 421 do Código Civil. A liberdade de contratar deve ser exercida sob a luz da função social da recuperação judicial. Inteligência do art. 421 do Código Civil. Apelo provido para anular a Assembleia geral, ordenando-se convocação de outro conclave no qual, o plano, observe as regras do art. 53 da Lei nº 11.101/2005.” (TJSP. AI 0032073-45.2011.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 18 out. 2011. DJ 19 out. 2011).

covenants entabulados nos contratos e o eficiente monitoramento dessas obrigações pelo financiador. Considerando que a regra para o inadimplemento delas é o vencimento antecipado da dívida, o credor se deparará com a necessidade de cobrá-la, o que quase sempre é tarefa custosa e demorada, sujeita a entraves motivados pela desmedida, inflexível e inexorável observância do princípio da preservação da empresa, sem o cuidado de se avaliar as peculiaridades do caso concreto e a efetiva viabilidade da empresa. Em muitos deles, tal princípio é elevado a um grau hierárquico absoluto, superior a todos os demais interesses em jogo, ainda que sua garantia seja duvidosa.

Por tudo isso, a despeito de algumas iniciativas para incrementar o *DIP financing* no Brasil, o amadurecimento do mercado de crédito às empresas em crise ainda demandará tempo e alterações legislativas para aprimorar os mecanismos legais disponíveis e criar instrumentos específicos para esse mercado. No entanto, mudar leis é muito mais fácil do que mudar determinadas atitudes, de sorte que a concretização dos objetivos da LRE deve partir de todos os envolvidos na recuperação da empresa.

REFERÊNCIAS¹¹⁶⁷

ABRAHAM, Nikhil; HABBU, Aditya. **DIP Lending and the Death of Emergence: Reorganization Outcomes Post-Crisis.** 2010. Disponível em: <<http://turnaround.org/cmaextras/The-Death-of-Emergence.pdf>>. Acesso em: 11 jan. 2011.

ABRÃO, Carlos Henrique. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; _____. (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 259-394.

_____. O Sistema Financeiro e a Lei de Recuperação Empresarial. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 32, p. 327-332, abr./jun. 2006.

ADAMS, Charles W. New Capital For Bankruptcy Reorganizations: It's The Amount That Counts. **89 Nw. U. L. Rev.**, p. 411-444, 1994-1995.

ADLER, Barry E. A Re-Examination of Near-Bankruptcy Investment Incentives. **62 U. Chi. L. Rev.**, p. 575-606, 1995.

ADLER, Barry E.; CAPKUN, Vedran; WEISS, Lawrence A. Destruction of Value in the New Era of Chapter 11, **NYU Working Paper No. CLB-06-032**, Oct. 2006. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1291620>. Acesso em: 01 set. 2011.

AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, Aug. 1970.

ALMEIDA, Gustavo Milaré. Anotações sobre o princípio da função social da empresa na doutrina e na jurisprudência brasileira. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 153/154, p. 240-286, jan./jul. 2010.

AMERICAN AIRLINES. Interim Order. **Court Documents and Claims Register.** 29 Nov. 2011. Disponível em: <http://www.amrcaseinfo.com/pdf/lib/51_15463.pdf>. Acesso em: 16 jan. 2012.

ANDERSON, Kent. Small Businesses Reorganizations: An Examination of Japan's Civil Rehabilitation Act Considering U.S. Policy Implications and Foreign Creditors' Practical Interests. **75 Am. Bankr. L.J.**, p. 355-408, 2001.

ANDREWS, Edmund L. Fed Acts to Rescue Financial Markets. **The New York Times**, Washington, 17 Mar. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/03/17/business/17fed.html>>. Acesso em: 12 dez. 2010.

_____. Fed rescues AIG with \$85 billion loan for 80% stake. **The New York Times**, Washington, 17 Sept. 2008. Disponível em:

¹¹⁶⁷ De acordo com a Associação Brasileira de Normas Técnicas NBR 6023, exceto quando sugerido na fonte método próprio de citação.

<<http://www.nytimes.com/2008/09/17/business/worldbusiness/17iht-17insure.16217125.html>>. Acesso em: 12 dez. 2010.

ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. A nova Lei de Falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 36, n. 2, p. 209-254, ago. 2006.

ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. Norms in private insolvency: the "London Approach" to the resolution of financial distress, **1 J. Corp. L. Stud.**, p. 21-51, June 2001.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 1999.

_____. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. Tradução: Nicolau Nazo. São Paulo: Saraiva, 1943.

ASQUINI, Alberto, Profili dell'impresa. **Rivista Del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni**, Milão, Parte I-II, Vol. XLI, Vallardi, p. 1-20, 1943.

ASSIS, Machado de. O Empréstimo. In: _____. **Papéis Avulsos**. 1882. Disponível em: <<http://www.dominiopublico.gov.br/download/texto/bv000238.pdf>>. Acesso em: 11 ago. 2011.

ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de; CHALHUB, Melhim Namem. A propriedade fiduciária e a recuperação de empresas. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, p. 135-141, set. 2009.

AYOTTE, Kenneth; SKEEL, JR., David A. Bankruptcy or Bailouts? **35 J. Corp. L.**, p. 469-498, 2009-2010.

AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. Creditor Control and Conflict in Chapter 11. **Columbia Univ. Ctr. For Law and Econ. Research Paper No. 321; Northwestern Univ. Law Sch. Law & Econ. Research Paper Series, Paper No. 08-16**, July 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081661>. Acesso em: 15 jul. 2012.

AZAR, Ziad Raymond. Bankruptcy policy: a review and critique of bankruptcy statutes and practices in fifty countries worldwide. **16 Cardozo J. Int'l & Comp. L.**, p. 279-377, 2008.

BAETA, Zínia. Recrusul conclui recuperação judicial três anos após pedido. **Valor Econômico**, São Paulo, 20 jan. 2009, p. E1.

BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms. **108 Yale L.J.**, p. 573-599, 1998-1999.

_____. The Hidden Virtues of Chapter 11: an Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms. **Chicago Working Papers in Law & Economics, Working Paper n. 43**, p. 01-38, Mar. 1997. Disponível em: <http://www.law.uchicago.edu/files/files/43.Baird_Chapter11.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2012.

BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. Anti-Bankruptcy. **Yale Law Journal**, vol. 119, p. 648, 2010; **USC CLEO Research Paper No. C09-8**; **USC Law Legal Studies Paper No. 09-9**; **U of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 470**, Apr. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1396827>>. Acesso em: 07 abr. 2011.

_____. Chapter 11 at Twilight. **56 Stan. L. Rev.**, p. 673-699, 2003-2004.

_____. Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance. **Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 05-08**; **U Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 24**, Mar. 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=692023>. Acesso em: 27 out. 2011.

_____. The End of Bankruptcy, **55 Stan L. Rev.**, p. 751-789, 2002-2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Glossário Completo**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/GlossarioLista.asp?idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em: 05 abr. 2012.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT. Committee on Payment and Settlement Systems. **A glossary of terms used in payments and settlement systems**, Mar. 2003. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/cpss00b.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2012.

BATISTA, Fabiana. Bancos concedem desconto e crédito à Infinity. **Valor Econômico**, São Paulo, 18 dez. 2009. Disponível em: <<http://www.valor.com.br>>. Acesso em: 13 maio 2010.

BEBCHUK, Lucian Arye. Chapter 11. **Discussion Paper No. 227**, 1997. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract_id=76648>. Acesso em: 01 out. 2009.

BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy: further thoughts and reply to critics. **Cornell Law Review**, v. 82, p. 1279-1348, 1997.

BELLOTTTO, Alessandra. Orey prepara um fundo para compra de empresas quebradas. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 dez. 2010. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 14 dez. 2010.

BENETI, Sidnei. Jurisdição especializada de Falências e Recuperações. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXV, n. 83, p. 127-128, set. 2005.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. A restituição ao banco do valor do adiantamento efetuado em contrato de câmbio para exportação, em caso de falência ou concordata do exportador – exame da Súmula 133 do Superior Tribunal de Justiça. **Revista dos Tribunais**, v. 765, p. 115-122, jul. 1999.

_____. **Lei de Falências Comentada**. 2. ed. São Paulo: RT, 2003.

_____. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência – Lei 11.101/05**, Comentada artigo por artigo. 7. ed. São Paulo: RT, 2011.

BHARATH, Sreedhar T.; PANCHAPAGESAN, Venkatesh; WERNER, Ingrid M. The Changing Nature of Chapter 11, **Fisher College of Business Working Paper No. 2008-**

03-003; Charles A. Dice Center WP No. 2008-4; EFA 2008 Athens Meetings Paper; AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, Nov. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1102366>>. Acesso em: 20 abr. 2011.

BIERMAN, Leonard; FEDOTOV, Yuri. **Bankruptcy in Russia**, 2002. Disponível em: <http://www.gsom.spbu.ru/files/en/upload/research/cases/07_Bankruptcy_In_Russia.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2012.

BM&FBOVESPA. **Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Câmbio da BM&FBovespa**, 11 abr. 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/regulamento-de-operacoes-do-mercado-de-cambio-da-bmfbovespa.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2012.

BOHM, Jeff. The Legal Justification for the Proper Use of Cross-Collateralization Clauses in Chapter 11 Bankruptcy Cases. **59 Am. Bankr. L.J.**, p. 289-325, 1985.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. MB Associados. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. jun. 2000. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf>. Acesso em: 29 abr. 2011.

BRASIL. **Constituição (1988)**. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>. Acesso em 22 jul. 2012.

_____. Decreto nº 2197, de 18 de março de 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1997/D2179.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Decreto-lei nº 413, de 9 de janeiro de 1969. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0413.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Decreto-lei nº 70, de 21 de novembro de 1966. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0070-66.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Decreto-lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del7661impressao.htm>. Acesso em: 29 fev. 2010.

_____. Decreto-lei nº 911, de 1 de outubro de 1969. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0911.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei Complementar nº 118, de 9 de fevereiro de 2005. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp118.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm>. Acesso em: 29 fev. 2010.

_____. Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 4.792, de 16 de junho de 1986. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/l7492.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4864.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l0556-1850.htm>. Acesso em: 01 ago. 2012.

_____. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 7.565, de 19 de dezembro de 1986. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7565compilado.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8078compilado.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18884.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8987compilada.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 9.279, de 14 de maio de 1996. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19279.htm>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Senado Federal. Decreto Legislativo nº 135, de 2011. Disponível em: <http://www.senado.gov.br/atividade/materia/detalhes.asp?p_cod_mate=99137>. Acesso em: 02 ago. 2012.

_____. STF. ADI 1.480 MC/DF. Pleno Relator: Min. Celso de Mello. j. 04 set. 1997. DJ 18 maio 2001.

_____. STF. ADI n. 3.934/DF. Pleno. Relator: Min. Ricardo Lewandowski. j. 27 maio 2009. DJe 05 nov. 2009.

_____. STJ. SLS 1.301/SP. Relator: Min. Presidente Ari Pargendler. j. 26 out. 2010. DJe 28 out. 2010.

_____. STF. Súmula nº 417. Sessão Plenária de 01 jun. 1964. DJ 06 jul. 1964.

_____. STJ. AgRg no CC 81.922/RJ. 2ª Seção. Relator: Min. Ari Pargendler. j. 09 maio 2007. DJ 04 jun. 2007.

_____. STJ. AgRg no REsp 1.167.262/RS. 1ª Turma. Relator: Min. Luiz Fux. j. 26 out. 2010. DJ 17 nov. 2010.

_____. STJ. CC 79.170/SP. 1ª Seção. Relator: Min. Castro Meira. j. 10 set. 2008. DJe 19 set. 2008

_____. STJ. REsp 1.314.209/SP. 3ª Turma. Relatora: Min. Nancy Andrighi. j. 22 maio 2012. DJe 01 jun. 2012.

_____. STJ. REsp 154.947/RJ. 4ª Turma. Relator: Min. Barros Monteiro. j. 07 out. 2003. DJ 09 dez. 2003.

_____. STJ. REsp 239.242/SP. 4ª Turma. Relator: Min. Ruy Rosado de Aguiar. j. 11 abr. 2000. DJ 22 maio 2000.

_____. STJ. REsp 533.522/RS. 4ª Turma. Relator: Min. Fernando Gonçalves. j. 21 out. 2003. DJ 03 nov. 2003.

_____. STJ. REsp 768.499/RJ. 2ª Turma. Relator: Min. Humberto Martins. j. 03 maio 2007. DJ 15 maio 2007.

_____. STJ. REsp 86.520/SP. 4ª Turma. Relator: Min. Aldir Passarinho Junior. j. 29 maio 2001. DJ 17 set. 2001.

BRITISH BANKERS ASSOCIATION. **London Approach**. Feb. 2004. Disponível em: <<http://www.bba.org.uk/policy/article/london-approach/fx-and-money-markets-policy/>>. Acesso em: 27 dez. 2011.

BUCKI, Craig R. Survey: Cracking the Code: The Legal Authority Behind Extrastatutory Debtor-In-Possession Financing Mechanisms and their Prospects for Survival. **2005 Colum. Bus. L. Rev.**, p. 357-401, 2005.

BUFFORD, Hon. Samuel L.; YANAGIDA, Kazuhiro. Japan's Revised Laws on Business Reorganization: An Analysis. **39 Cornell Int'l L.J.**, p. 1-58, 2006.

BURGUERA, Alberto Núñez-Lagos; HERNANDEZ, Angel Alonso. The reform of the Spanish Insolvency Act: Will it help to restructure businesses? **Eurofenix – The journal of INSOL Europe**, n. 46, Winter 2012. Disponível em: <<http://www.insol-europe.org/publications/eurofenix-past-issues/>>. Acesso em: 14 maio 2012.

CALDEIRA, Jorge. **Mauá: Empresário do Império**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <www.camara.gov.br>. Acesso em: 23 jul. 2012.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. Comentários às Súmulas Editadas pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo em Matéria de Falência e Recuperação Judicial de Empresas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 53, p. 419-472, jan./mar. 2011.

CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa: O Novo Regime da Insolvência Empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Direito Constitucional e Teoria da Constituição**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 1999.

CARAPETO, Maria. **Debtor-in-possession financing: Size does matter**. PhD Programme, London Business School, Nov. 1998. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.22.4904>>. Acesso em: 17 mar. 2011.

CARLI, Andrea. Accordi di ristrutturazione dei debiti ed impresa in crisi. **Contratto e impresa**, Milano, ano XXV, n. 2, p. 410-421, mar./apr. 2009.

CARVALHO, Fagner dos Santos. A garantia hipotecária na recuperação judicial. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 jul. 2010. Legislação & Tributos, p. E2.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de Direito Commercial Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1938. Vol. V. Livro III. Parte II.

CARVALHOSA, Modesto. In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de (coord.). **Comentários ao Código Civil – parte especial – do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195)**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. 13 v.

_____. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. 3 v.

_____. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. 1 v.

CBLCL. **Regulamento de Operações da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLCL)**, mar. 2011, item 3.2. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLCL-Completo-110308-Em-vigor.pdf>>. Acesso em: 05 abr. 2012.

CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMÍREZ, Gabriel G. Debtor-in-Possession Financing. **Journal of Banking and Finance**, v. 28, n. 12, p. 3097-3112, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=672321>. Acesso em: 01 out. 2010.

CHERUBINI, Giorgio et al. **Harmonisation of Insolvency Law at EU Level, Bruxelas**. Bruxelas, Apr. 2010. Disponível em: <<http://www.insol-europe.org/eu-research/harmonisation-of-insolvency-law-at-eu-level/>>. Acesso em: 04 fev. 2012.

CLAESSENS, Stijn; KLAPPER, Leora F. Bankruptcy around the World: Explanations of its Relative Use. **Working Paper 2865**, [Washington D.C.], World Bank, June 2002. Disponível em: <<http://siteresources.worldbank.org/INTLAWJUSTINST/Resources/Bankruptcy.pdf>>. Acesso em: 16 jul. 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. A trava bancária. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, p. 61-65, set. 2009.

_____. **Comentários à Lei de Falências e de recuperação de empresas**. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. **O Empresário e os Direitos do Consumidor**. São Paulo: Saraiva, 1994.

COLÔMBIA. Ley 1116 de 2006. Disponível em: <http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2006/ley_1116_2006.html>. Acesso em: 01 ago. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, com alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 393/03, 435/06, 442/06, 446/06, 458/07, 484/10, 489/11, 498/11 e 510/11. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 436/06, 480/09, 487/10 e 492/11. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, com alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 435/06, 450/07, 453/07, 496/11 e 498/11. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Instrução CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 488/10, 509/11, 511/11 e 520/12. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/ nº 003/2009. Rio de Janeiro, 08 out. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OF_CIRC_CVM_SIN_SNC_03_2009.asp>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Parecer de Orientação nº 37, de 22 de setembro de 2011. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 jul. 2012.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 39:** Instrumentos Financeiros: Apresentação. [2009]. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2039_final.pdf>. Acesso em: 31 jan. 2012.

COMPARATO, Fábio Konder. A reforma da empresa. In: _____. **Direito empresarial:** estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. **Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa.** São Paulo: RT, 1970.

_____. Função social da propriedade dos bens de produção. In: _____. **Direito empresarial:** estudos e pareceres, São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. **O Seguro de Crédito.** São Paulo: RT, 1968.

_____. Titularidade do poder de controle e responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: **Direito empresarial:** estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 1.559, de 22 de dezembro de 1988. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1988/pdf/res_1559_v6_P.pdf>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Resolução nº 1.748, de 30 de agosto de 1990. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1990/pdf/res_1748_v3_L.pdf>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Resolução nº 2.697, de 24 de fevereiro de 2000. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2697_v1_O.pdf>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Resolução nº 2.682, de 21 de dezembro de 1999. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2682_v2_P.pdf>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. Resolução nº 2.882, de 30 de agosto de 2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2882_v2_P.pdf>. Acesso em: 23 jul. 2012.

CONSELHO NACIONAL DE POLÍTICA FAZENDÁRIA – CONFAZ. Convênio ICMS 59, de 22 de junho de 2012. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/confaz/confaz/Convenios/ICMS/2012/CV059_12.htm>. Acesso em: 30 jul. 2012.

CORAZZA, Edison Aurélio. Sucessão, Crédito Tributário e a Nova Lei de Recuperação Financeira de Empresas e de Falências. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 355-370.

COSTA, Patrícia Barbi. Os Mútuos dos Sócios e Acionistas na Falência. In: von ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 667-690.

COUSINS, Scott D. Postpetition Financing of Dot-Coms. **27 Del. J. Corp. L.**, p. 759-801, 2002.

COUWENBERG, Oscar; LUBBEN, Stephen J. The costs of chapter 11 in context: American and Dutch business bankruptcy. **85 Am. Bankr. L.J.**, p. 63-89, 2011.

DAHIYA, Sandeep et al. The Dynamics of Debtor-in-Possession Financing: Bankruptcy Resolution and the Role of Prior Lenders. **AFA 2001 New Orleans**, June 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=236093>. Acesso em: 28 jun. 2011.

DANIELS, Kenneth N.; RAMIREZ, Gabriel G. Information, Credit Risk, Lending Specialization, and Loan Pricing: Evidence from the DIP Financing Market. **Journal of Financial Services Research**. v. 34, n. 1, Aug. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1133522>>. Acesso em: 01 mar. 2011.

DE LUCCA, Newton. **Da Ética Geral à Ética Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

DE PLÁCIDO E SILVA. **Vocabulário Jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967, Vol. I.

_____. **Vocabulário Jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967, Vol. II.

DECLERCQ, Peter J. M. Restructuring European Distressed Debt: Netherlands Suspension of Payment Proceeding... The Netherlands Chapter 11? **77 Am. Bankr. L.J.**, p. 377-408, 2003.

DERZI, Misabel de Abreu M.; FRATTARI, Raphael. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1323-1369.

DEVELOPMENT BANK OF JAPAN. **Case History: Nakamura Jozo Co., Ltd.** Disponível em: <<http://www.dbj.jp/en/service/finance/dip/nakamura.html>>. Acesso em: 03 jan. 2012.

DINAMARCO, Cândido Rangel. **Instituições de Direito Processual Civil**. 6. ed. São Paulo: Malheiros, 2009, Vol. I.

DINIZ, Maria Helena. **Tratado teórico e prático dos contratos**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, 5 v.

_____. **Código Civil Anotado**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

DISTRITO FEDERAL. TJDF. AI 2011.00.2.009883-1. 3ª Turma Cível. Relator: Des. Mario-Zam Belmiro. j. 13 out. 2011. DJe 19 out. 2011.

DUARTE, Alexandre Uriel Ortega. Aspectos administrativos, econômicos e contábeis da Lei de Recuperação de Empresas e Falência. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional**: Aspectos Teóricos e Práticos. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 161-195.

EFRAT, Rafael. Bankruptcy stigma: plausible causes for shifting norms. **22 Emory Bankr. Dev. J.**, p. 481-519, 2005-2006.

EIZIRIK, Nelson. Interpretação dos Arts. 60 e 145 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência. In: von ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 637-644.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ESPÍRITO SANTO. TJES. AI 30.119.001.714. 1ª Câmara Cível. Relator: Des. Fabio Clem de Oliveira. j. 20 mar. 2012. DJ 03 abr. 2012.

ESTEVAM, Lincoln Fernando Pelizzon. Trava bancária e recuperação de empresas. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 set. 2008. Legislação & Tributos, p. E2.

EUROPEAN COMMISSION. **Best Project on Restructuring, Bankruptcy and a Fresh Start**: Final Report of the Expert Group. Brussels, Sept. 2003. Disponível em: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme2chance/doc/failure_final_en.pdf>. Acesso em: 08 out. 2010.

EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **2010 Pan-European Private Equity and Ventures Capital Activity**. 2011. Disponível em:

<http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf>. Acesso em: 26 abr. 2012.

FABRETTI, Lúdio Camargo. **Contabilidade para Advogados**. São Paulo: Atlas, 2004.

FACCHINI, Claudia. Cerca de 40% dos planos de recuperação judicial emperram. **Portal iG**, São Paulo, 01 fev. 2011. Disponível em: <<http://economia.ig.com.br/empresas/cerca+de+40+dos+planos+de+recuperacao+judicial+emperram/n1237969832291.html>>. Acesso em: 02 fev. 2011.

FAUBUS, Bryan G. Narrowing the Bankruptcy Safe Harbor for Derivatives to Combat Systemic Risk. **Duke Law Journal**, v. 59, p. 801-842, June 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1620949>. Acesso em: 05 abr. 2012.

FELSBERG, Thomas Benes; KARGMAN, Steven; ACERBI, Andrea. Brazil overhauls restructuring regime. **25 Int'l Fin. L. Rev.**, p. 40-44, Jan. 2006.

FERREIRA, Waldemar. **Instituições de direito comercial**. v. 2. São Paulo: Max Limonad, 1956.

FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 427-460.

FORTUNA, Eduardo, **Mercado Financeiro - Produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FRANÇA. Code de commerce. Version consolidée au 2 juillet 2012. Disponível em: <<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=20120718>>. Acesso em: 18 jul. 2012.

FRANCO, Vera Helena de Mello. A função social da empresa. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXVIII, n. 98, p. 125-136, set. 2008.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Falência e Recuperação de Empresas em Crise**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

FRIEDMAN, Penny G. Proper Exit Financing Is Key to Chapter 11 Emergence Challenges Abound for Debtors, Lenders Alike, **The Journal of Corporate Renewal**, 01 July 2004. Disponível em: <<http://www.turnaround.org/Publications/Articles.aspx?objectID=3431>>. Acesso em: 01 fev. 2012.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV. **Relatório Final de Pesquisa do Projeto Pensando o Direito**: Avaliação da Nova Lei de Falências (Lei 11.101/2005). [Rio de Janeiro]: maio 2010. Disponível em: <<http://portal.mj.gov.br/main.asp?View={329D6EB2-8AB0-4606-B054-4CAD3C53EE73}>>. Acesso em: 26 jul. 2011.

GALINDO, Arturo; MICCO, Alejandro. Bank credit to small and medium sized enterprises: the role of creditor protection, **Banco Central de Chile, Documentos de Trabajo n. 347**, Dec. 2005. Disponível em: <www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc347.pdf>. Acesso em: 26 set. 2010.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Principles of managerial finance = Princípios de administração financeira**. Tradução: Antonio Zoratto Sanvicente. 10. ed. São Paulo: Person Addison Wesley, 2004.

GÓES, Francisco. Fundo a pequena empresa pode garantir mais R\$ 11,5 bi. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 25 jul. 2011. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 26 jul. 2011.

GOLDBERG, Daniel. Notas sobre a nova lei de recuperação de empresas e sua racionalidade econômica. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 30, p. 96-103, out./dez. 2005.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1991.

GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 190-224.

GUIMARÃES, Márcio Souza. Apontamentos sobre o direito das empresas em dificuldade (*droit des entreprises en difficulté*) em França. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, p. 135-141, set. 2009.

_____. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 382-399.

HAINES, JR., James B.; HENDEL, Philip J. No Easy Answers: Small Business Bankruptcy After BAPCPA. **47 B.C.L. Rev.**, p. 71-103, Dec. 2005.

HARNER, Michelle M. The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing. **77 Fordham L. Rev.**, p. 703-773, 2008.

HART, Oliver. Different Approaches to Bankruptcy. **NBER Working Paper n. 7921**, Cambridge, MA, EUA, Sept. 2000. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7921.pdf>>. Acesso em: 04 maio 2010.

HASAN, Iftekhar; RAMÍREZ, Gabriel G.; ZHANG, Gaiyan. **Lock-In Effects in Relationship Lending: Evidence from DIP Loans**, Mar. 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1785686>. Acesso em: 20 maio 2011.

HENOCH, Bruce A. Postpetition financing: is there life after debt? **8 Bank. Dev. J.**, p. 575-604, 1991.

HEREDIA, Pablo D. Apuntes sobre la categorización de acreedores en el concurso preventivo. **Ensayos de derecho empresario**, Córdoba, 1. ed. p. 219-237, 2006.

HERMANN, Charles F. Some Consequences of Crisis Which Limit the Viability of Organizations. **Administrative Science Quarterly**, n. 8, p. 61-82, 1963.

HOUAISS, Antônio; VILLAR, Mauro de Salles. **Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

HULL, John. **Fundamentos dos Mercados Futuros e de Opções**. Tradução: Marco Aurélio Teixeira. 4. ed. São Paulo: BM&F, 2005.

INSOL INTERNATIONAL. **Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts**. London, Oct. 2000. Disponível em: <<https://insol.org/page/57/statement-of-principles>>. Acesso em: 17 jul. 2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Legal Department. **Orderly & Effective Insolvency Procedures: Key Issues**. 1999. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/index.htm>>. Acesso em: 29 jun. 2011.

ITÁLIA. Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267. Disponível em: <<http://www.fallimento.it/La legge/Legge-Fallimentare-dal-1-gennaio-2008.htm>>. Acesso em: 18 jul. 2012.

JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain. **91 Yale L.J.**, p. 857-907, 1981-1982.

JACQUEMONT, André. **Droit des entreprises en difficulté**. 3. ed. Paris: Litec, 2003.

JAPÃO. Act No. 225 of December 22, 1999. Disponível em: <<http://www.japaneselawtranslation.go.jp/?re=02>>. Acesso em: 26 dez. 2011.

JIANG, Wei; LI, Kai; WANG, Wei. Hedge Funds and Chapter 11. **Journal of Finance, Forthcoming**, Apr. 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1493966>>. Acesso em: 31 jan. 2012.

KIRSCHBAUM, Deborah. **A Recuperação Judicial no Brasil: Governança, Financiamento Extraconcursal e Votação do Plano**. 2009. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

KODAK. **Chapter 11 Reorganization**. Disponível em: <http://www.kodak.com/ek/US/en/Kodak_Transforms/Home.htm>. Acesso em: 23 jul. 2012.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Creditor Protection and Bankruptcy Law Reform. In: CLAESSENS, Constantijn; DJANKOV, Simeon; MODY, Ashoka (edit.). **Resolution of financial distress: an international perspective on the design of bankruptcy laws**. Washington: The World Bank, 2001.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LAZZARINI, Alexandre Alves. A recuperação judicial de empresas: alguns problemas na sua execução. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 36, p. 93-106, abr./jun. 2007.

LIMA, Iran Siqueira et al. **Estudo sobre a apuração do spread da indústria bancária**. São Paulo: 2005. Disponível em: http://www.febraban.org.br/Acervo1.asp?id_texto=317&id_pagina=81&palavra. Acesso em: 12 fev. 2012.

LIMA, Sérgio Mourão Corrêa. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 530-622/1000-1021.

LOBO, Jorge. Cessão fiduciária de recebíveis na recuperação. **Valor Econômico**, São Paulo, 24 fev. 2010. Legislação & Tributos, p. E2.

_____. Direito da Crise Econômica da Empresa. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 109, p. 64-92, jan./mar. 1998.

_____. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 142-258.

LOPUCKI, Lynn M. The Nature of The Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's the End of Bankruptcy. **56 Stan. L. Rev.**, p. 645-671, 2003-2004.

LOPUCKI, Lynn M.; TRIANTIS, George G. A Systems Approach to Comparing U.S. and Canadian Reorganization of Financially Distressed Companies. **35 Harv. Int'l. L. J.**, p. 267-343, 1994.

LUBBEN, Stephen J. The "New and Improved" Chapter 11. **93 Ky. L.J.**, p. 839-866, 2004-2005.

MACARIO, Francesco. Insolvenza, crisi d'impresa e autonomia contrattuale. Appunti per una ricostruzione sistematica delle tutele. **Rivista delle Società**, Milano, v. 53, n. 1, p. 102-147, genn./febb. 2008.

MACHADO, Nelson Marcondes. A Assembléia Geral de Credores e seus conflitos com a Assembléia Geral de Acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 147-162.

MANDEL, Julio Kahan. Certidões Negativas Fiscais: polêmicas em face da recuperação judicial de empresas. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, p. 84-92, set. 2009.

MANGE, Renato Luiz de Macedo. Classificação dos créditos na falência. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXV, n. 83, p. 116-120, set. 2005.

MANOVE, Michael; PADILLA, A. Jorge; PAGANO; Marco. Collateral versus Project Screening: A Model of Lazy Banks. **The RAND Journal of Economics**, v. 32, n. 4, p. 726-744, Winter 2001.

MARTIN, Jarrod B. et al. Freefalling With A Parachute That May Not Open: Debtor-In-Possession Financing In The Wake Of The Great Recession. **63 U. Miami L. Rev.**, p. 1205-1232, 2008-2009.

MARTIN, Nathalie. The Role of History and Culture in Developing Bankruptcy and Insolvency Systems: The Perils of Legal Transplantation. **28 B.C. Int'l & Comp. L. Rev.**, p. 1-77, 2005.

MARTINS, Sergio Pinto. **Direito do Trabalho**. 22. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

MATO GROSSO. TJMT. AI 109547/2011. 1ª Câmara Cível. Relator: Des. Orlando de Almeida Perri. j. 10 jan. 2012. DJe 17 jan. 2012.

MCCORMACK, Gerard. Corporate Rescue Law in Singapore and the Appropriateness of Chapter 11 of the US Bankruptcy Code as a Model. **20 SAcLJ**, p. 396-437, 2008.

MENDES, Luis Cláudio Montoro. O crédito extraconcursal previsto no art. 67 da LRE. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, p. 93-100, set. 2009.

MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. **Função Sócio-Econômica da Empresa em Recuperação Judicial**. 2008. Disponível em: <http://www.bocater.com.br/artigos/mmm_funcao_soc_econ.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2012.

MIGLIARI JUNIOR, Arthur. Crimes de recuperação de empresas na lei nº 11.101/2005. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 235-288.

MILITELLI, Marco. Prática da gestão para recuperação de empresas em dificuldades. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 421-449.

MILLER, Harvey R. Chapter 11 in Transition - From Boom to Bust and Into the Future. **81 Am. Bankr. L.J.**, p. 375-403, 2007.

MINAS GERAIS. TJMG. AI 1.0109.08.012108-9/001. 6ª Câmara Cível. Relator: Des. Maurício Barros. j. 09 jun. 2009. DJ 03 jul. 2009.

MOKAL, Rizwaan Jameel. The Authentic Consent Model: contractarianism, Creditors' Bargain, and corporate liquidation. **21 Legal Stud.**, p. 400-443, 2001.

MOORE, Darla D. How to Finance a Debtor in Possession. **6 Com. Lending Rev.**, p. 3-12, 1990-1991.

MORAES, Luiza Rangel de. A Recuperação Judicial de Empresas e o Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 31, p. 36-62, jan./mar. 2006.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 270-319.

_____. Cessão fiduciária de direitos de crédito e recuperação judicial de empresa. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, p. 33-47, set. 2009.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Debêntures: existência, registro e negociação no âmbito das empresas em recuperação. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 321-336.

NUNES, Marcelo Guedes; BARRETO, Marco Aurélio Freire. Alguns Apontamentos sobre Comunhão de Credores e Viabilidade Econômica. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 309-334.

PAGANO, Marco; PANETTA, Fabio; ZINGALEZ, Luigi. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. **NBER working paper 5367**. Cambridge, MA, EUA, Nov. 1995. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5367.pdf>>. Acesso em: 29 abr. 2011.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Apresentação do plano de recuperação pelo devedor e a atuação dos credores. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXV, n. 83, p. 73-81, set. 2005.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. Financiamento Para Empresas em Crise e o Caso Independência – Dificuldades Para Obtenção de Recursos e Oportunidades de Alto Retorno. **Newsletter da Turnaround Management Association do Brasil – TMA Brasil**, mar. 2010, Disponível em: <<http://www.tmabrasil.org/pt/artigos-e-noticias/artigos-de-associados/233-financiamento-para-empresas-em-cri-se-e-o-caso-independencia-dificuldades-para-obtencao-de-recursos-e-oportunidades-de-alto-retorno>>. Acesso em: 08 jun. 2010.

_____. Recuperação judicial e cessão de créditos: a polêmica do direito de voto. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, p. 107-114, set. 2009.

PARANÁ. TJPR. AI 471.823-6. 17ª Câmara Cível. Relator: Des. Lauri Caetano da Silva. j. 27 maio 2009. DJ 09 jun. 2009.

PAUCAR, Jaime Alberto Arrubla. **Las Garantías y los Privilegios Frente a la Ley de Insolvencia**. [entre 2007 e 2011]. Disponível em: <<http://www.udem.edu.co/NR/rdonlyres/AA63DC4C-A632-43A3-9498-E9DF9D4152D0/0/JaimeAlbertoArrublaPaucar.pdf>>. Acesso em: 04 jan. 2012.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 57-143.

PEREIRA, Alexandre Demetrius. O Exercício Social e as Demonstrações Financeiras. Os Lucros, as Reservas e os Dividendos. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2012, 3 v., p. 546-682.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Revisão: Guilherme Calmon Nogueira da Gama. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, Vol. II.

PERIN JUNIOR, Ecio. **Curso de Direito Falimentar e Recuperação de Empresas**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. A dimensão social da preservação da empresa no contexto da nova legislação falimentar brasileira (lei 11.101/2005). Uma abordagem zetética. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 142, p. 165-187, abr./jun. 2006.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINHEIRO, Vinícius. Private equity vira credor de empresas. **Valor Econômico**, São Paulo, 18 out. 2011. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 31 jan. 2012.

PORTUGAL. Decreto-lei nº 53/2004, de 18 de Março. Disponível em: <http://www.dgpj.mj.pt/sections/leis-da-justica/livro-viii-leis/pdf-viii-1/dl-53-2004/downloadFile/file/DL_53_2004.pdf?nocache=1182260344.23>. Acesso em: 18 jul. 2012.

_____. Lei nº 16/2012, de 20 de abril. Disponível em: <<http://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheDiplomaAprovado.aspx?BID=17037>>. Acesso em: 18 jul. 2012.

PRESSINOTT, Fernanda; BAUTZER, Tatiana. Os fundos que reconstroem empresas. **Istoé Dinheiro**, n. 735, Finanças, 04 nov. 2011. Disponível em: <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/71658_OS+FUNDOS+QUE+RECONSTROE+M+EMPRESAS>. Acesso em: 04 jan. 2012.

REN, Yongqing. The "Control Model" in Chinese Bankruptcy Reorganization Law and Practice. **85 Am. Bankr. L.J.**, p. 177-194, 2011.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito falimentar**. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 1995, 2 v.

RESTIFFE, Paulo Sérgio. **Recuperação de Empresas**: de acordo com a lei 11.101, de 09-02-2005. Barueri: Manole, 2008.

RIO DE JANEIRO (Estado). TJRJ. AI 2009.002.02081. 2ª Câmara Cível. Relator: Des. Alexandre Freitas Câmara. j. 25 mar. 2009.

RIO GRANDE DO SUL. TJRS. AI 70025116567. 6ª Câmara Cível. Relator: Des. Liege Puricelli Pires. j. 26 mar. 2009. DJ 27 abr. 2009.

RODRIGUES, Frederico Viana. A recuperação de empresas economicamente viáveis por intermédio da securitização de créditos no Brasil e no direito comparado. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 29, p. 133-156, jul./set. 2005.

ROE, Mark. J. Bankruptcy and debt: a new model for corporate reorganization. **83 Colum. L. Rev.**, p. 527-602, Apr. 1983.

_____. Bankruptcy's Financial Crisis Accelerator: The Derivatives Players' Priorities in Chapter 11. **ECGI - Law Working Paper No. 153/2010; Harvard Public Law Working Paper No. 10-17; Stanford Law Review, Forthcoming**, Mar. 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1567075>. Acesso em: 05 abr. 2012.

ROE, Mark J.; SKEEL, JR., David A. Assessing the Chrysler Bankruptcy. **Michigan Law Review**, v. 108, p. 727-771, Mar. 2010.

RUSSELL, Barry. Symposium: Bankruptcy in the New Millennium: Panel Two: Debtor-In-Possession Financing In Mega-Cases: Transcript Of Proceedings, **39 Sw. L. Rev.**, p. 643-674, 2010.

SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil**: uma análise de Direito & Economia. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

_____. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 284-312/1272-1286.

_____. Investimentos em empresas em recuperação: o olhar do investidor e a experiência da nova Lei de Falências. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXIX, n. 105, p. 75-83, set. 2009.

SCARAMUZZO, Mônica. Crise emperra aportes bilionários em usinas. **Valor Econômico**, São Paulo, 20 out. 2009. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 07 maio 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências**: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 43-54.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. São Paulo: Atlas, 2005.

SAMPAIO DE LACERDA, José Cândido. **Manual de Direito Falimentar**. Revisão: Jorge Miranda Magalhães. 13. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1996.

SANTOS, José Vanderlei Masson dos. Da atuação do perito contador na nova lei de falências e recuperação de empresas. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional**: Aspectos Teóricos e Práticos. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 337-364.

SÃO PAULO (Estado). TJSP. AI 0032073-45.2011.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 18 out. 2011. DJ 19 out. 2011.

_____. TJSP. AI 0044278-43.2010.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Lino Machado. j. 01 mar. 2011. DJ 16 mar. 2011.

_____. TJSP. AI 0136362-29.2011.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 28 fev. 2012. DJ 28 fev. 2012.

_____. TJSP. AI 0168318-63.2011.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 17 abr. 2012. DJ 18 abr. 2012.

_____. TJSP. AI 0253722-82.2011.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 22 nov. 2011. DJ 22 nov. 2011.

_____. TJSP. AI 0264287-08.2011.8.26.0000. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Relator: Des. Pereira Calças. j. 31 jul. 2012. DJ 31 jul. 2012.

_____. TJSP. AI 0298562-17.2010.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Boris Kauffmann. j. 01 mar. 2011. DJ 15 mar. 2011.

_____. TJSP. AI 0372448-49.2010.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 01 fev. 2011. DJ 09 fev. 2011.

_____. TJSP. AI 0474780-94.2010.8.26.0000. CRFRJ. Relator: Des. Lino Machado. j. 23 ago. 2011. DJ 23 ago. 2011.

_____. TJSP. AI 512.560-4/8-00. CEFJRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 19 dez. 2007. DJ 21 dez. 2007.

_____. TJSP. AI 524.879-4/6-00. CEFJRJ. Relator: Des. Lino Machado. j. 28 maio 2008. DJ 05 jun. 2008.

_____. TJSP. AI 541.816.4/4-00. CEFJRJ. Relator: Des. Costa Telles. j. 07 maio 2008. DJ 13 maio 2008.

_____. TJSP. AI 600.726-4/2-00. CEFJRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 05 maio 2009. DJ 25 maio 2009.

_____. TJSP. AI 614.424-4/1-00. CRFRJ. Relator: Des. Boris Kauffmann. j. 30 jun. 2009. DJ 08 jul. 2009.

_____. TJSP. AI 617.020-4/0-00. CEFJRJ. Relator: Des. Elliot Akel. j. 04 mar. 2009. DJ 19 mar. 2009.

_____. TJSP. AI 620.795.4/2-00. CRFRJ. Relator: Des. Boris Kauffmann. j. 01 abr. 2009. DJ 23 abr. 2009.

_____. TJSP. AI 624.330-4/0-00. CEFJRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 05 maio 2009. DJ 20 maio 2009.

_____. TJSP. AI 627.659.4/3-00. CEFJRJ. Relator: Des. Romeu Ricúpero. j. 28 jul. 2009. DJ 06 ago. 2009.

_____. TJSP. AI 630.478-4/4. CEFJRJ. Relator: Des. Elliot Akel. j. 06 out. 2009. DJ 16 out. 2009.

_____. TJSP. AI 7.328.922-2. 15ª Câmara de Direito Privado. Relator: Des. Edgard Jorge Lauand. j. 07 abr. 2009. DJ 29 abr. 2009.

_____. TJSP. AI 9044730-36.2006.8.26.0000. CEFJRJ. Relator: Des. Romeu Ricupero. j. 08 nov. 2006. DJ 22 nov. 2006.

_____. TJSP. AI 990.10.031858-6. CRFRJ. Relator: Des. Lino Machado. j. 10 ago. 2010. DJ 23 ago. 2010.

_____. TJSP. AI 990.10.196753-7. CRFRJ. Relator: Des. Boris Kauffmann. j. 23 nov. 2010. DJ 10 dez. 2010.

_____. TJSP. AI 990.10.201113-5. CRFRJ. Relator: Des. Romeu Ricupero. j. 06 jul. 2010. DJ 20 jul. 2010.

_____. TJSP. AI 994.09.282082-5. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 06 abr. 2010. DJ 22 abr. 2010.

_____. TJSP. AI 994.09.288356-0. CRFRJ. Relator: Des. Pereira Calças. j. 02 mar. 2010. DJ 11 mar. 2010.

_____. TJSP. Súmula nº 49. DJe 14 abr. 2011.

_____. TJSP. Súmula nº 55. DJe 14 abr. 2011.

_____. TJSP. Súmula nº 59. DJe 14 abr. 2011.

_____. TJSP. Súmula nº 60. DJe 14 abr. 2011.

SARRA, Janis. Financing Insolvency Restructurings in the Wake of the Financial Crisis: Stalking Horses, Rogue White Knights and Circling Vultures. **29 Penn St. Int'l L. Rev.**, p. 581-612, 2010-2011.

SCHWARCZ, Steven L. The Easy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy. **Duke Law Journal**, v. 47, n. 3, p. 425-489, Dec. 1997.

SCHWARTZ, Alan. A normative theory of business bankruptcy. **91 Va. L. Rev.**, p. 1199-1265, Sept. 2005.

SEBRAE - Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Org.). **Anuário do trabalho na micro e pequena empresa: 2010-2011**. Elaboração da pesquisa, dos textos, tabelas e gráficos: Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos, 4. ed. Brasília: DIEESE, 2011. Disponível em: [http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/25BA39988A7410D78325795D003E8172/\\$File/NT00047276.pdf](http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/25BA39988A7410D78325795D003E8172/$File/NT00047276.pdf)>. Acesso em: 25 jan. 2012.

SISKEY, Kyle. Hedge funds have taken control. **28 Int'l Fin. L. Rev.**, p. 48-50, June 2009.

SKEEL JR., David A. An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy. **51 Vand. L. Rev.**, p. 1323-1398, 1998.

_____. Bankruptcy Phobia. **82 Temp. L. Rev.**, p. 333-349, Summer 2009.

_____. Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11. **152 U. Pa. L. Rev.**, p. 917-951, 2003-2004.

_____. **Debt's dominion**: a history of bankruptcy law in America. New Jersey: Princeton University Press, 2001.

_____. The past, present and future of debtor-in-possession financing. **25 Cardozo Law Review**, p. 1905-1934, 2004.

SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar uma empresa: A gestão da recuperação do valor e da performance**. Organizadores: Eduardo Lemos; Tomas Felsberg. São Paulo: Atlas, 2009.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Agências de Classificação de Créditos e seu Papel de Gatekeepers. In: von ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 373-387.

_____. In: _____.; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 357-376/503-543/616-629.

_____. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**. 2002. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo: 2002.

SPECTOR, Mike; MATTIOLI, Dana. Kodak Teeters on the Brink. **The Wall Street Journal**, New York, 5 Jan. 2012. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203471004577140841495542810.html>>. Acesso em: 06 jan. 2012.

STANGHELLINI, Lorenzo. **Le crisi di impresa fra diritto ed economia – Le procedure di insolvenza**. Bologna: il Mulino, 2007.

_____. **Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi – 1ª edizione**, [Firenze], genn. 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1606562>. Acesso em: 04 maio 2010.

STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **The American Economic Review**, v. 71, Issue 3, p. 393-410, June 1981.

STRAHAN, Philip E. Borrower Risk and the Price and Nonprice Terms of Bank Loans. **FRB of New York Staff Report No. 90**, Oct. 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=192769>>. Acesso em: 07 abr. 2011.

STRÖMBERG, Per; THORBURN, Karin S. An Empirical Investigation of Swedish Corporations in Liquidation Bankruptcy. **EFI Research Report**, July 1996. Disponível em: <[http://www.sifr.org/PDFs/strombergthorburn\(efi1996\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/strombergthorburn(efi1996).pdf)>. Acesso em: 24 fev. 2011.

SZTAJN, Rachel. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 219-269.

_____. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 490-551.

TANAKA, Wataru. Extinguishing security interests: Secured claims in Japanese business reorganization law and some policy implications for U.S. Law. **Emory Bankruptcy Developments Journal**, v. 22, p. 427-479, 2006.

TEBET, Ramez. **Parecer nº 534, de 2004**: Sobre o Projeto de Lei da Câmara nº 71, de 2003 (nº 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. Brasília: 2005. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933>>. Acesso em: 24 jan. 2012.

TEPEDINO, Ricardo. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 396-489.

THE UNITED STATES OF AMERICA. Title 11 – Bankruptcy. Disponível em: <<http://www.law.cornell.edu/uscode/text/11>>. Acesso em: 23 jul. 2012.

THE WORLD BANK. **Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems**. Apr. 2001. Disponível em: <http://www.worldbank.org/ifa/ipg_eng.pdf>. Acesso em: 04 maio 2010.

_____. International Bank for Reconstruction and Development. **Doing Business in 2004: Understanding Regulation**. Washington, D.C.: The World Bank; Oxford University Press, 2004. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/~media/FDPKM/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB04-FullReport.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2012.

_____. **Doing Business in 2005: Removing Obstacles to Growth**. Washington, D.C.: The World Bank, 2005. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2005>>. Acesso em: 09 set. 2010.

_____. **Doing Business in 2012: Doing Business in a More Transparent World**. Washington, D.C.: The World Bank; International Finance Corporation, 2012. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2012/>>. Acesso em: 29 jan. 2012.

THEODORO JÚNIOR, Humberto; FARIAS, Juliana Cordeiro de. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 899-962.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Instrução CVM – 480/2009 e as Empresas em Crise. In: von ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 691-705.

_____. A preservação da empresa, mesmo na falência. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 517-534.

_____. In: _____.; ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 49-142.

_____. Recuperação judicial, a principal inovação da Lei de Recuperação de Empresas – LRE. **Revista do Advogado**, São Paulo, ano XXV, n. 83, p. 98-106, set. 2005.

_____. Recuperação Judicial – Sociedades Anônimas – Debêntures – Assembléia geral de Credores – Liberdade de Associação – Boa-fé Objetiva – Abuso de Direito – Cram Down – Par Conditio Creditorum. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 142, p. 263-281, abr./jun. 2006.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Falência e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2011, 3 v.

TREZZA, Luciana Di Marzo. Recuperação judicial especial para micros e pequenas empresas à luz da Lei 11.101/2005 – LRE. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. Organização: Nilva M. Leonardi Antonio. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 365-393.

TRIANSTIS, George G. A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing. **46 Vand. L. rev.**, p. 901-935, 1993.

_____. A Free-Cash-Flow Theory of secured debt and creditor priorities. **80 Va. L. Rev.** p. 2155-2168, 1994.

TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL – TMA BRASIL. Comitê de soluções Financeiras. **Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial: Importância, Dificuldades e Estímulos**. mar. 2010. Disponível em: <http://www.tmabrasil.org/images/stories/docs/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf>. Acesso em: 14 maio 2010.

UNCITRAL. **Legislative Guide on Insolvency Law**. New York: United Nations Publication, 2005. Disponível em: <http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf>. Acesso em: 07 jul. 2010.

_____. Working Group V (Insolvency Law). **UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law: Part Three: Treatment of enterprise groups in insolvency**. Thirty-eighth session, A/CN.9/WG.V/WP.92, New York: 19-23 Apr. 2010. Disponível em: <http://www.uncitral.org/uncitral/en/commission/working_groups/5Insolvency.html>. Acesso em: 20 dez. 2011.

UNITED KINGDOM. The National Archives. **Insolvency Act 1986**. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents>>. Acesso em: 23 jul. 2012.

_____. **Companies Act 1986**. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>>. Acesso em: 23 jul. 2012.

UNITED STATES BANKRUPTCY COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. **Guidelines for Financing Requests**. New York, 9 Sept. 2002. Disponível em: <<http://www.nysb.uscourts.gov/orders/m274.pdf>>. Acesso em: 27 jan. 2012.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Comentários à Lei de Falências**. Revisores: A. Penalva Santos e Paulo Penalva Santos. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999, 1 v.

VENOSA, Sílvio de Salvo, **Direito Civil**: Teoria Geral das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

_____. **Direito Civil**: Parte Geral. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A restituição falimentar do adiantamento sobre contrato de câmbio. **Revista de Direito Mercantil - Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 36, p. 27-34, 1978.

VERMEILLE, Sophie; PIETRANCOSTA, Alain. A Critical Appraisal of French Bankruptcy Law Through the Lens of the Law and Economics Movement: A Solution for the Future? 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1959420>>. Acesso em: 02 fev. 2012.

VERRONE, Marco Antônio Guimarães. **Basileia II no Brasil: Uma Reflexão com Foco na Regulação Bancária para Risco de Crédito – Resolução CMN 2.682/99**. 2007, Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-30012008-113417/>>. Acesso em: 30 jan. 2012.

VIDIGAL, Geraldo. **Teoria Geral do Direito Econômico**. São Paulo: RT, 1977.

VIGIL NETO, Luiz Inácio. **Teoria Falimentar e Regimes Recuperatórios**: Estudos sobre a Lei nº 11.101/05. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008.

VITRYANSKY, Vassily V. Insolvency and Bankruptcy Law Reform in the Russian Federation. **McGill Law Journal**, v. 44, p. 409-432, 1999. Disponível em: <<http://lawjournal.mcgill.ca/documents/44.Vitryansky.pdf>>. Acesso em: 12 set. 2010.

WALD, Arnoldo; WAISBERG, Ivo. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (coords.). **Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 313-352.

WARE, Derrick. Basic Principles of Banking Supervision. **Handbooks in Central Banking**, London, n. 7, May 1996. Disponível em: <<http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb07.pdf>>. Acesso em: 11 maio 2010.

WARREN, Elizabeth. Bankruptcy Policy. **54 U. Chi. L. Rev.**, p. 775-814, Summer 1987.

_____. Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World. **92 Mich. L. Rev.**, p. 336-387, 1993-1994.

WYNNE, Richard. Symposium: Bankruptcy in the New Millennium: Panel Two: Debtor-In-Possession Financing In Mega-Cases: Transcript Of Proceedings, **39 Sw. L. Rev.**, p. 643-674, 2010.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZANATTA, Mauro. Banco financia as operações de empresa em recuperação. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 maio 2011. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 12 jan. 2012.

ZANINI, Carlos Klein. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**. 2. ed. São Paulo: RT, 2007, p. 320-356.