KARINA FERRAZ DEORIO

IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE NAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo – SP

2020

KARINA FERRAZ DEORIO

IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE NAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo.

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo – SP

2020

Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Deorio, Karina Ferraz
Impactos no poder de controle nas situações de insolvência empresarial; Karina Ferraz Deorio;
orientador Paulo Fernando Campos Salles de Toledo – São Paulo, 2020.
208 f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020.

1. Poder de controle. 2. Insolvência. 3. Recuperação Judicial. 4. Recuperação Extrajudicial. 5. Falência. I. Toledo, Paulo Fernando Campos Salles de, orient. II. Título.

AGRADECIMENTOS

O resultado da presente dissertação é fruto de múltiplas colaborações recebidas ao longo dos últimos três anos. Os agradecimentos a seguir são uma tentativa de retribuir tais colaborações, embora certamente não façam jus àqueles merecidos por todos que tanto contribuíram durante esse período.

Agradeço, primeira e principalmente, ao professor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, que tornou este trabalho possível ao dar seu voto de confiança ao projeto de pesquisa apresentado e, nos anos seguintes, pela orientação, pela disponibilidade e pelos incentivos constantes. Agradeço, ainda, ao professor Paulo por ter me envolvido, desde o primeiro semestre, nas atividades acadêmicas no ambiente da pós-graduação e também da graduação, como monitora nos cursos por ele ministrados na Faculdade de Direito do Largo São Francisco e pelo aprendizado e apoio nesse percurso.

Agradeço às professoras Sheila Christina Neder Cerezetti e Adriana Valéria Pugliesi, cujos comentários e recomendações na banca de qualificação foram fundamentais para o aprimoramento da pesquisa e melhor desenvolvimento do tema.

Agradeço à Harvard Law School, pela oportunidade única de pesquisar em sua renomada biblioteca durante os meses de abril e maio de 2019, uma experiência bastante enriquecedora para meu desenvolvimento pessoal e acadêmico, além de contribuir enormemente para o aprimoramento da pesquisa desta dissertação.

Agradeço aos colegas de orientação e de monitoria, Júlia Tamer Langen, Glauco Rocha, Lívia Crepaldi, Marcelo Godke, Bruno Roma, Marcos de Sá e Vitor Mendes, pelo companheirismo e palavras de incentivo durante essa jornada, além da disponibilidade para discutir as ideias do trabalho, e que tanto contribuíram com suas valiosas impressões sobre o tema.

Agradeço ao Paulo Fernando Campana Filho, cujo incentivo e compreensão durante o período do mestrado (e certamente também antes dele) foram decisivos para o início e a conclusão deste projeto, permitindo-me conciliar o trabalho em escritório com a vida

acadêmica. Suas contribuições e seus comentários foram certamente fundamentais para o aprofundamento de minhas reflexões e o desenvolvimento do tema.

Por fim, agradeço a todos os amigos e familiares, pelo apoio, compreensão e incentivo desde o início dessa jornada, mas principalmente nos últimos meses antes da entrega desta dissertação. Aos meus pais e irmãs, pelo completo e incondicional apoio a todas as decisões tomadas, mesmo quando significaram minha constante ausência. Sem eles, o trajeto certamente não seria possível e, por esse motivo, é a eles também que dedico o resultado deste trabalho.

RESUMO

DEORIO, Karina Ferraz. **Impactos no poder de controle nas situações de insolvência empresarial**. 2020. 208 folhas. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

A presente dissertação tem por objetivo analisar os impactos no poder de controle societário tal como definido na legislação societária brasileira em decorrência do exercício das prerrogativas legais e contratuais conferidas aos credores nas situações de insolvência empresarial no Brasil. Para tanto, inicia-se a dissertação com a delimitação dos contornos conceituais que a fundamentam, dedicando-se o primeiro capítulo à análise da estrutura do poder de controle nas sociedades empresárias, tratando-se das modalidades do exercício do controle interno e externo e do conceito de controle recepcionado pela lei societária brasileira; e, o segundo capítulo, ao estudo da caracterização do estado de insolvência empresarial e das medidas para seu saneamento previstas no direito brasileiro. Parte-se, então, para a análise dos impactos no poder de controle societário em razão do início dos processos formais de insolvência regulados pela Lei nº 11.101/2005. Dá-se mais ênfase aos impactos no poder de controle no âmbito do processo de recuperação judicial, visto ser o principal processo utilizado no Brasil para o saneamento das crises de empresas que buscam se reestruturar. Delineadas as prerrogativas e limitações ao poder do sócio controlador nas situações de insolvência empresarial estabelecidas pela Lei nº 11.101/2005, a dissertação busca investigar como a organização e o ativismo dos credores nas situações de insolvência empresarial podem levar ao exercício de influência significativa (e, em alguns casos, dominante) por parte dos credores na governança das sociedades empresárias em crise, resultando em situações de *compartilhamento do poder de controle* entre sócios e credores e até mesmo na *transferência do controle societário* aos credores, por meio da imposição da conversão de dívida em capital, com a consequente diluição da participação detida pelos sócios. Por fim, o último capítulo dedica-se à identificação dos obstáculos legais, regulatórios e culturais para a organização e o ativismo de credores no Brasil, que dificultam a prática do fenômeno do *creditor control* nas situações de insolvência empresarial no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE: Sociedade Empresária; Poder de Controle; Insolvência; *Creditor Control*; Recuperação Judicial; Recuperação Extrajudicial; Falência.

ABSTRACT

DEORIO, Karina Ferraz. **Impacts to the Power of Control in the Situations of Corporate Insolvency**. 2020. 208 pages. Thesis (Master) – Law School, University of São Paulo, São Paulo, 2020.

This dissertation aims to analyze the impacts to the power of shareholders to control the company, as defined by the Brazilian corporate law, due to the exercise of legal and contractual rights by creditors in the situations of corporate insolvency in Brazil. In order to do so, the dissertation starts with the delimitation of the conceptual contours that underlie it. The first chapter is devoted to the analysis of the structure of the power of control in business companies, the modalities of exercise of both internal and external control and the concept of control provided for by the Brazilian corporate law. The second chapter studies the characterization of the state of corporate insolvency and the remedies provided for by the Brazilian law. Then, the dissertation analyzes the impacts to the power of control due to the beginning of the formal insolvency proceedings regulated by law No 11,101/2005. The focus is mainly on the impacts to the power of control in the context of judicial reorganization proceedings, as it is the main proceeding used by companies in Brazil seeking to reorganize. Outlined the prerogatives and limitations to the shareholders' power to control in the situations of corporate insolvency established by law No 11,101/2005, the dissertation seeks to investigate how the organization and activism of creditors in the situations of corporate insolvency can lead to the exercise of significant influence (and, in some cases, dominant influence) by creditors in the governance of distressed companies, resulting in situations of *sharing of power of control* between shareholders and creditors and even in the *transfer of control* to the creditors, by imposing a debt to equity conversion and the resulting dilution of the equity participation held by shareholders. Finally, the last chapter aims to identify the legal, regulatory and cultural obstacles to the activism of creditors in Brazil, which make it difficult the practice of the phenomenon of *creditor control* in the situations of corporate insolvency in Brazil.

KEY WORDS: Enterprise; Power of control; Insolvency; Creditor Control; Judicial Reorganization; Prepackaged Reorganization; Bankruptcy.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO **13**

1. ESTRUTURA DO PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS **17**

1.1 CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS SOBRE PROPRIEDADE E CONTROLE NAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS 17

1.1.1. Separação entre propriedade e controle **17**

1.1.2. *Agency problem* e os modelos de condução e direcionamento da atividade empresarial **20**

1.1.2.1. *Shareholder-oriented model* 24

1.1.2.2. *Stakeholder-oriented models* 28

1.2 MODALIDADES DE EXERCÍCIO DO CONTROLE NAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS 30

1.2.1. Modalidades de exercício de controle interno **33**

1.2.1.1. Controle totalitário 33

1.2.1.2. Controle majoritário 34

1.2.1.3. Controle minoritário 34

1.2.1.4. Controle gerencial 36

1.2.2. Modalidades de exercício do controle externo **37**

1.2.2.1. Controle tecnológico ou técnico 41

1.2.2.2. Controle comercial 42

1.2.2.3. Controle financeiro 43

2. A CONSTATAÇÃO DAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA E AS MEDIDAS DE SANEAMENTO PREVISTAS NO DIREITO BRASILEIRO **54**

2.1. CARACTERIZAÇÃO DO ESTADO DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL 54

2.1.1. Concepção tradicional: inadimplemento, insolvência e insolvabilidade **54**

2.1.2. Concepções atuais: a crise de empresas e sua reversibilidade ou irreversibilidade **57**

2.2. MEDIDAS DE SANEAMENTO PREVISTAS NO DIREITO BRASILEIRO 59

2.2.1. Recuperação judicial **61**

2.2.2. Recuperação extrajudicial **62**

2.2.3. Falência **64**

3. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE EM PROCESSOS FORMAIS DE INSOLVÊNCIA 67

3.1. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE NO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL 67

3.1.1. As prerrogativas do sócio controlador no processo de recuperação judicial 68

3.1.1.1. Propositura do pedido de recuperação judicial 70

3.1.1.2. Apresentação do plano de recuperação judicial 74

3.1.1.3. Implementação dos meios de recuperação empregados no plano 76

3.1.1.4. Manutenção na condução dos negócios durante a recuperação judicial. 80

3.1.1.4.1. Fiscalização pelo administrador judicial 86

3.1.1.4.2. Fiscalização pelo comitê de credores 88

3.1.1.4.3. Hipóteses de afastamento dos administradores e do devedor 90

3.1.2. Limitações ao poder do sócio controlador no processo de recuperação judicial 95

3.1.2.1. Impossibilidade de desistência do pedido de recuperação judicial 96

3.1.2.2. Restrições na alienação e oneração de bens 97

3.1.2.3. Restrições quanto ao conteúdo do plano de recuperação judicial 99

3.1.2.4. Autonomia dos credores na aprovação do plano de recuperação 101

3.2. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE NO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO EXTRAJUDICIAL 108

3.3. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE NO PROCESSO DE FALÊNCIA ... 109

4. ORGANIZAÇÃO E ATIVISMO DOS CREDORES NAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL 113

4.1. ORGANIZAÇÃO E ATIVISMO DOS CREDORES: ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA NORTE-AMERICANA 115

4.2. PAPEL EXERCIDO POR INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA ORGANIZAÇÃO E NO ATIVISMO EM SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL 121

4.3. MECANISMOS DE EXERCÍCIO DE INFLUÊNCIA POR CREDORES NAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL 125

4.3.1. Influência por meio da inclusão de *covenants* em contratos de financiamento 127
4.3.2. Influência por meio do processo de aprovação do plano 131
4.3.2.1. Na recuperação judicial 132
4.3.2.2. Na recuperação extrajudicial 136
4.3.3. Influência por meio da concessão de *DIP Financings* 139
4.4. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE EM RAZÃO DO ATIVISMO DOS CREDORES NAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL 142
4.4.1. Determinação de decisões estratégicas 142
4.4.2. Imposição de alterações nos órgãos administrativos 144
4.4.3. Transferência do controle societário aos credores mediante conversão de dívida em ações da empresa reestruturada 148
4.5. ANÁLISE DE CASOS DE ORGANIZAÇÃO E ATIVISMO DE CREDORES NO BRASIL 150
4.5.1. Caso OGX 151
4.5.2. Caso MBAC 153
4.5.3. Caso Oi 154
4.5.4. Anotações sobre a organização e ativismo dos credores no Brasil 161

5. OBSTÁCULOS PARA A ORGANIZAÇÃO E O ATIVISMO DOS CREDORES NO BRASIL 164
5.1. ASSIMETRIA INFORMACIONAL 164
5.2. SUBDESENVOLVIMENTO DO MERCADO SECUNDÁRIO PARA *DISTRESSED DEBT* NO BRASIL 167
5.3. SUBUTILIZAÇÃO DO COMITÊ DE CREDORES 170
5.4. AUSÊNCIA DE PREVISÃO LEGAL PARA A PROPOSITURA DE PLANO POR CREDORES SEM A CONCORDÂNCIA DO DEVEDOR 173
5.5. AUSÊNCIA DA *ABSOLUTE PRIORITY RULE* NO ORDENAMENTO BRASILEIRO 179
5.6. EXCLUSÃO DOS "CREDORES PROPRIETÁRIOS" DOS PROCESSOS DE RECUPERAÇÃO 181
5.7. RESPONSABILIDADE PELO EXERCÍCIO DO CONTROLE 183
5.7.1. Responsabilidade pelo exercício do controle interno 183
5.7.2. Responsabilidade pelo exercício do controle externo 188

5.8. RISCO DE IMPEDIMENTO DE EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO EM ASSEMBLEIA GERAL DE CREDORES 192

CONCLUSÕES 195

BIBLIOGRAFIA 199

INTRODUÇÃO

A presente dissertação busca analisar os impactos no poder de controle societário em decorrência do exercício das prerrogativas legais e contratuais conferidas aos credores nas situações de insolvência empresarial no Brasil, seja dentro ou fora de processos formais de insolvência.

A estrutura do poder de controle das sociedades empresárias brasileiras é marcada pelo alto nível de concentração da propriedade acionária[1]. Essa realidade econômica foi reproduzida pelo direito societário brasileiro refletido na Lei das Sociedades por Ações nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das S.A."), a qual foi elaborada em torno da figura do acionista controlador, como verdadeiro centro decisório da sociedade[2].

A constatação da alta concentração de poderes nas mãos do sócio controlador, verificada em grande parte das sociedades empresárias brasileiras, pode ser particularmente problemática nas situações de insolvência empresarial, em que os conflitos de agência entre sócios e credores se intensificam, em razão da impossibilidade de a empresa gerar recursos suficientes para o pagamento de todos os seus *fixed claims*, e ainda gerar um excedente a ser apropriado pelos sócios, os *residual claimants* da empresa[3].

---

[1] Nesse sentido, Calixto Salomão Filho afirma que "o controle concentrado é um dado da realidade brasileira. No Brasil, é extrema a concentração acionária" (SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4.ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 77). Também Eduardo S. Munhoz: "A estrutura da propriedade do capital nas sociedades anônimas brasileiras, sem dúvida, continua a ser marcada pelo controle concentrado. É a realidade dominante nas companhias fechadas, assim como nas companhias abertas listadas no segmento-padrão e nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa" (MUNHOZ, Eduardo Secchi, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, in: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Orgs.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 289).

[2] Sobre o tema, Calixto Salomão Filho menciona que talvez o melhor exemplo da concentração de poderes em torno do acionista controlador esteja na imputação direta ao controlador (e não à sociedade) dos deveres institucionais previstos no artigo 116 da Lei das S.A. (SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 98).

[3] Nesse sentido, Stephen M. Mainbridge: "[*a*]*lthough this discrepancy in risk preference is present even in solvent corporations, it becomes especially pronounced when the corporation is insolvent or in the vicinity of insolvency* […]. *Because the corporation is on the edge of a liquidation or reorganization in which the shareholders are likely to receive neither a return on their investment nor, more importantly, the return of their investment, they now have an incentive to cause the corporation to engage in particularly high-risk ventures. If the venture pays off with substantial return, they may be able to recoup at least their initial investment in the corporation. If the venture fails, they have lost nothing. Creditors thus bear the entire risk associated with such ventures*" (BAINBRIDGE, Stephen M., Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency. **Journal of Business & Technology Law**, v. 1, n. 2, p. 335-369, 2007, p. 357). Apesar do aumento do risco, Stephen M. Bainbridge argumenta que os credores podem se proteger *ex ante* por meio da inclusão de *covenants* restritivos em seus contratos e, nos casos das sociedades em que

Tendo em vista esse cenário, esta dissertação pretende especificamente investigar as limitações ao exercício do controle societário nos diferentes processos formais de insolvência regulados pela Lei de Recuperação de Empresas e Falências nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 ("LRE"), de forma a se averiguar em que medida as previsões legais restringem o exercício do poder de controle societário.

Ainda, pretende-se investigar como a organização e o ativismo de determinados grupos de credores nas situações de insolvência empresarial, principalmente por meio da utilização de *covenants* contratuais[4] e da aquisição de *distressed debt* no mercado secundário, podem impactar o poder de controle e resultar no efetivo exercício de controle externo financeiro pelos credores.

Para se atingir os objetivos indicados anteriormente, a presente dissertação foi estruturada em cinco capítulos.

O primeiro capítulo se destina à análise da estrutura do poder de controle nas sociedades empresárias, iniciando-se pela apresentação do clássico estudo realizado por Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, passando-se à análise das diferentes modalidades de exercício do controle.

O segundo capítulo é dedicado ao estudo da caracterização do estado de insolvência empresarial e das medidas de saneamento previstas no direito brasileiro. Partindo da análise das concepções tradicionais e atuais do estado de insolvência, o capítulo conclui com a descrição das medidas de saneamento da crise empresarial estabelecidas pela LRE,

---

os acionistas exercem efetivamente o controle (ou seja, na presença de um sócio controlador), os credores podem adicionalmente mitigar os riscos mediante a negociação de outorga de garantias pessoais dos acionistas às dívidas da empresa (Ibid., p. 358).

[4] O termo em inglês *covenants* é utilizado nesta dissertação em virtude da ausência de termo correspondente em língua portuguesa para designar o conjunto de cláusulas contratuais elaboradas para proteção dos interesses dos credores, contendo estipulações afirmativas e negativas de atos que devem e não devem ser praticados pela parte contratante, cf. definição constante do *Dictionary of Finance and Investment Terms*: "***COVENANT***. *Promise in a trust indenture or other formal debt agreement that certain acts will be performed and others refrained from. Designed to protect the lender's interest, covenants cover such matters as working capital, debt-equity ratios, and dividend payments. Also called restrictive covenant or protective covenant*" (DOWNES, John; GOODMAN, Jordon Elliot. **Dictionary of Finance and Investment Terms**. 4.ed. Hauppauge, NY: Barron's Educational Series, Inc., 1995, p. 116).

em linha com a atual concepção de crise da empresa e com a convicção de que a manutenção da empresa em funcionamento é a alternativa mais benéfica ao seu conjunto de *stakeholders*[5], reservando-se a falência para as situações de crise irreversível.

O terceiro capítulo busca analisar os impactos no poder de controle societário em razão do início dos processos formais de insolvência previstos na LRE, seja na recuperação judicial e na recuperação extrajudicial – em que os administradores eleitos pelos sócios permanecem na condução da atividade empresarial, salvo em determinadas hipóteses –, seja na falência – em que há o afastamento dos administradores da gestão e a perda de poder do sócio controlador para ditar as diretrizes do exercício da atividade empresarial. Dá-se mais ênfase aos impactos no poder de controle no âmbito do processo de recuperação judicial, visto ser o principal processo utilizado no Brasil para o saneamento das crises de empresas que buscam se reestruturar[6].

O quarto capítulo, por sua vez, destina-se à investigação de como a organização e o ativismo dos credores nas situações de insolvência empresarial podem levar ao exercício de influência significativa (e, em alguns casos, dominante) por parte dos credores na governança da sociedade em crise, resultando em situações de *compartilhamento do poder de controle* entre sócios e credores e até mesmo na *transferência do controle societário* aos credores, por meio da imposição da conversão de dívida em capital, com a consequente diluição da participação detida pelos sócios. Para tanto, considera-se o fenômeno do *creditor control* ocorrido nos Estados Unidos, além de indícios da existência de *creditor control* no Brasil, o que é feito por meio da análise de casos de recuperação judicial e de recuperação extrajudicial de grandes empresas brasileiras.

---

[5] O termo inglês *stakeholders* é utilizado nesta dissertação em virtude da ausência de termo correspondente em língua portuguesa para designar o conjunto de pessoas ou entidades interessadas na empresa, cf. definição constante do *Dicionário de direito, economia e contabilidade*: "Stakeholder 1 – (in company etc.) interessado; usuário externo (da contabilidade). Não traduza por acionista. "*A business stakeholder is a person or entity having an interest in the economic performance of the business. These stakeholders normally include the owners, managers, employees, customers, creditors, and the government* [WARREN, Carl. Accounting, p. 6]" (CASTRO, Marcílio Moreira de. **Dicionário de direito, economia e contabilidade: português-inglês/inglês-português**. 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010).

[6] Sobre os motivos para a pouca utilização dos processos de recuperação extrajudicial no Brasil, ver: PAIVA, Luiz Fernando Valente de, Dez anos de vigência da Lei nº 11.101/2005: é hora de mudança?, in: ELIAS, Luis Vasco (Org.). **10 anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências. Reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 257-258.

Por fim, o quinto capítulo é dedicado à avaliação dos obstáculos legais, regulatórios e culturais para a organização e o ativismo de credores no Brasil, que dificultam a prática do fenômeno do *creditor control* nas reestruturações e nos processos de recuperação brasileiros. Apontam-se, entre os obstáculos, a ausência de previsão legal para a propositura de plano de recuperação alternativo pelos credores que não conte com a expressa anuência do devedor, o subdesenvolvimento do mercado secundário brasileiro, que dificulta a atuação de investidores institucionais por meio da aquisição de *distressed debt*, além das responsabilidades advindas do exercício do controle.

Com o presente estudo, pretende-se, ao final, contribuir para o debate jurídico sobre a empresa em crise no Brasil, em especial no que se refere à estrutura do poder de controle nas sociedades empresárias nas diferentes situações de insolvência, com ênfase nos processos de recuperação, sobretudo na recuperação judicial. Pretende-se, ainda, advertir para a importância do tema, a fim de que se possa explorar as vantagens e desvantagens do exercício de uma maior organização e ativismo por parte dos credores nas situações de insolvência empresarial, com vistas à negociação (ou imposição) de uma solução alternativa para a crise empresarial.

Também se busca estimular o estudo dos impactos e incentivos da influência exercida por credores na governança corporativa das empresas em crise brasileiras, seja por meio da estipulação de *covenants* contratuais, seja em razão de seu poder de barganha na negociação e aprovação de um plano de recuperação.

1. ESTRUTURA DO PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS

1.1 CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS SOBRE PROPRIEDADE E CONTROLE NAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS

1.1.1. Separação entre propriedade e controle

No célebre estudo realizado por Adolf A. Berle e Gardiner C. Means intitulado *The Modern Corporation and Private Property*, publicado pela primeira vez em 1932[7], constatou-se como fenômeno básico da sociedade empresária moderna a dissociação entre a propriedade das riquezas produtivas e o poder de comando sobre a atividade empresarial.

As análises de Berle e Means, com base em dados estatísticos datados de 1929, colhidos a partir de grandes companhias abertas norte-americanas, levaram-nos a constatar que, quanto maior a dispersão acionária, menor é a concentração da propriedade e do controle nas mãos de um mesmo indivíduo[8]. Tal fato fez com que reconhecessem a ruptura do antigo átomo da propriedade (*ownership*) em dois componentes: *control* e *beneficial ownership*[9], de modo que o controle (*control*) não pode ser confundido com a propriedade (*ownership*) nem com a administração das riquezas produtivas (*management*)[10].

Partindo da premissa de que o direcionamento das atividades sociais é exercido pelo conselho de administração (*board of directors*), os autores afirmam que o indivíduo ou grupo de indivíduos titulares do controle é aquele que tem o poder efetivo de nomear os membros do conselho de administração (ou sua maioria), seja mobilizando o direito de voto, de forma a obter a maioria dos votos nas deliberações de sócios, diretamente ou por

---

[7] BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: The Macmillan Company, 1933.
[8] Id., **The Modern Corporation and Private Property**. New Brunswick (NJ): Transaction Publishers, 1991, p. 66.
[9] Segundo Berle e Means: "*Power over industrial property has been cut off from the beneficial ownership of this property – or, in less technical language, from the legal right to enjoy its fruits. Control of physical assets has passed from the individual owner to those who direct the quasi-public institutions, while the owner retains an interest in their product and increase. We see, in fact, the surrender and regrouping of the incidence of ownership, which formerly bracketed full power of manual disposition with complete right to enjoy the use, the fruits, and the proceeds of physical assets. There has resulted the dissolution of the old atom of ownership into this component parts, control and beneficial ownership*" (Ibid., p. 8).
[10] Ibid., p. 66.

algum expediente legal (*legal device*), ou exercendo pressão capaz de influenciar os responsáveis por essa escolha. Berle e Means reconhecem que, em certos casos, o controle é exercido não pela nomeação dos membros dos órgãos diretivos, mas pelo direcionamento da administração, que pode ser ditado por indivíduos estranhos à estrutura interna organizativa da sociedade, como nas hipóteses em que uma instituição financeira determina as decisões empresariais de uma sociedade que tem grandes dívidas com ela[11].

Para Berle e Means, a separação entre propriedade e controle pode existir em diversos níveis[12]. Quando o responsável pelo direcionamento das atividades sociais detém a maioria do capital votante, o controle e parte da propriedade estão em suas mãos. Apenas para os sócios minoritários há uma separação entre propriedade e controle. Há, ainda, situações em que o capital social é tão disperso que o poder decisório pode emanar, por exemplo, de detentores de ações em número inferior à metade do capital votante. Nesses casos, a maior parte dos proprietários está efetivamente sem o controle da empresa. Os autores citam como exemplo a família Rockfeller, que, detendo apenas 14,5% das ações da Standard Oil Company of Indiana, exercia o controle sobre ela[13].

Há ainda casos em que o poder de controle é completamente desligado da titularidade das ações. Em situações em que não há sequer uma minoria considerável, os administradores da sociedade empresária podem assumir o controle empresarial de fato, utilizando-se, sobretudo, de mecanismos para obtenção de procurações para representação dos acionistas em assembleia (conhecido como *proxy machinery*)[14].

Considerando os diferentes níveis de separação entre propriedade e controle, Berle e Means estabelecem cinco modalidades pelas quais o controle pode ser identificado e exercido: *(i)* controle com quase total propriedade acionária; *(ii)* controle majoritário; *(iii)* controle mediante expedientes legais (*through legal device*); *(iv)* controle minoritário; e *(v)* controle administrativo ou gerencial. Segundo os autores, as primeiras três modalidades de controle são de direito (*rest on a legal base*) e têm como base a titularidade do direito de voto sobre a maioria do capital social votante. As duas últimas modalidades seriam *extra*

[11] Ibid., p. 67.
[12] Ibid., p. 5.
[13] Ibid., p. 6.
[14] Ibid.

legal, residindo em situações fáticas e não propriamente de direito[15]. As principais características de cada modalidade de controle, conforme apontadas pelos referidos autores, estão sintetizadas a seguir:

(i) *Controle com quase total propriedade acionária*. Ocorre nas sociedades em que um único indivíduo ou um pequeno grupo de indivíduos detém todo – ou praticamente todo – o capital social. Nesses casos, os proprietários do capital social têm o poder de eleger e dominar a administração, havendo uma equivalência integral entre a propriedade e controle.

(ii) *Controle majoritário*. É o primeiro passo da separação entre propriedade e controle. Nesse caso, em razão do princípio majoritário que rege as deliberações coletivas[16], o controle é exercido por um único indivíduo ou por um grupo proprietário da maioria do capital social. Alguns direitos do controlador seriam limitados em função da matéria (*power to amend the charter or to discontinue the enterprise*) ou em função da existência de uma minoria organizada "*which is ready to question the policy or acts of the majority both directly, at stockholders'meetings and in the courts*"[17]. Assim, na hipótese de controle majoritário, para os titulares da minoria do capital social há uma separação completa entre propriedade e controle.

(iii) *Controle mediante expedientes legais* (*control through a legal device*). É o exercício de controle por indivíduos ou grupos de indivíduos que não são diretamente proprietários da maioria do capital social, mas se utilizam de expedientes legais (*legal devices*) para a obtenção do controle sobre a maioria do capital votante. Os autores citam três expedientes legais por meio dos quais esses indivíduos ou grupos podem exercer o controle: *pyramiding*[18], criação de diferentes classes de ações (com e sem direito a voto) e *voting trust*[19].

---

[15] Ibid., p. 67.

[16] Berle e Means afirmam que regras de votação unânime nas sociedades empresárias são impraticáveis, de modo que a adoção do princípio majoritário "*has therefore been a natural and generally acceptable step*". (Ibid., p. 68).

[17] Ibid.

[18] Os autores descrevem o expediente *pyramiding* como a titularidade de maioria do capital com direito a voto da sociedade *holding*, de modo que, mesmo sendo titular da minoria do capital da subsidiária

(iv) *Controle minoritário.* É a primeira modalidade de controle de fato, isto é, exercido por indivíduos ou grupos de indivíduos proprietários de menos da metade do capital social votante. O controle minoritário normalmente é exercido em situações de alta dispersão acionária, de modo que os titulares da minoria do capital social são capazes de controlar as decisões sociais[20].

(v) *Controle administrativo ou gerencial*. Ocorre nas situações em que o capital social é de tal forma disperso que nenhum sócio possui participação grande o suficiente para dominar o direcionamento das atividades sociais. Segundo Berle e Means, quando o maior acionista detém menos de 1% do capital social, nenhum acionista está em posição de exercer pressão sobre a administração ou de acumular maioria de votos necessária para a obtenção do controle[21]. Nessas situações, os administradores possuem ampla margem para assumirem, de fato, o controle empresarial, utilizando-se, sobretudo, de mecanismos para obtenção de procurações para representação dos acionistas em assembleia (conhecido como *proxy machinery*).

1.1.2. *Agency problem* e os modelos de condução e direcionamento da atividade empresarial

---

operacional, é possível o exercício do controle da sociedade operacional indiretamente, por meio da participação detida na sociedade *holding* (Ibid.).

[19] *Voting trust* é o mecanismo de exercício do controle por meio do qual acionistas titulares da maioria do capital social confiam suas ações a um grupo de procuradores (*trustees*) que recebem total poder de voto sobre as ações a eles confiadas. Os acionistas, por sua vez, recebem, no lugar das ações, certificados de procuração que lhes dão o direito aos dividendos (Ibid.).

[20] De acordo com os autores, o controle minoritário é normalmente exercido mediante a obtenção de procurações dos demais sócios em número suficiente para – somado à sua participação – controlar a maioria dos votos nas assembleias de sócios. Berle e Means apontam uma séria limitação ao controle minoritário. O surgimento de conflitos de interesses entre o bloco minoritário e a administração pode levar a uma *proxy fight* para determinar o controle, de modo que a administração pode obter procurações dos demais acionistas em número maior ao detido pelo bloco minoritário, passando então a exercer o controle sobre as decisões empresariais (Ibid., p. 76).

[21] O valor de 1% da participação acionária para caracterizar a ausência de um grupo dominante para exercício de controle minoritário é fruto da pesquisa empírica conduzida por Berle e Means sobre *management control* exercido em companhias de capital aberto norte-americanas entre os anos de 1920 e 1930: "*When the largest single interest amounts to but a fraction of one per cent – the case in several of the largest American corporations – no stockholder is in position through his holdings alone to place important pressure upon the management or to use his holdings as a considerable nucleus for the accumulation of the majority of votes necessary to control*" (Ibid., p. 78).

A separação entre propriedade e controle analisada por Berle e Means pode resultar em uma situação em que os proprietários do capital social deixam de exercer o controle sobre a sociedade empresária e essa função passa a ser exercida por terceiros que começam, então, a comandar a atividade empresarial, instaurando-se uma *agency relationship*.

Agency relationship é descrito por Michael C. Jensen e William H. Meckling como um contrato em que uma parte (o *agent*) é encarregada de executar determinada atividade em nome de outra parte (o *principal*), envolvendo a delegação de determinados poderes decisórios ao agente[22].

Se ambas as partes da relação de agência atuam tendo em vista a maximização de suas utilidades pessoais, Jensen e Meckling afirmam que existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal, surgindo o problema de agência (*agency problem*). *Principal* e *agent*, portanto, deverão dispender recursos com monitoramento e garantias para assegurar que o *agent* estará agindo no melhor interesse do *principal*[23].

Nas sociedades empresárias de capital disperso objeto de estudo por Berle e Means, caracterizadas pelo controle gerencial, o foco do conflito de agência reside nas relações entre os administradores (na qualidade de *agents*) e os acionistas da companhia (*principals* da relação de agência)[24]. Já no Brasil, em que prevalecem as sociedades de controle concentrado, o foco dos conflitos de agência está na relação entre os sócios controladores e não controladores[25].

---

[22] Cf. descrição de Jensen e Meckling, a relação de agência é "*a contract under which one or more persons* (*the principal*[*s*]) *engage another person* (*the agent*) *to perform some service on their behalf which involves delegating some decision-making authority to the agent*" (JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976, p. 5).

[23] Jensen e Meckling definem agency costs como "*the sum of:* (*1*) *the monitoring expenditures by the principal,* (*2*) *the bonding expenditures by the agent,* (*3*) *the residual loss*". (Ibid., p. 5-6).

[24] CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de controle de companhias fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 46.

[25] Ibid., p. 47.

De fato, as sociedades empresárias brasileiras são tradicionalmente caracterizadas pelo controle concentrado[26]. De acordo com uma pesquisa realizada em 2001 por McKinsey & Company e Korn/Ferry International[27], o modelo de governança corporativa das empresas brasileiras com forte liderança e capacidade financeira (faturamento superior a 250 milhões de dólares) caracterizava-se por uma forte concentração da propriedade em mãos de alguns acionistas majoritários. Em geral, constatou-se que os três maiores acionistas detinham em média 85% do total das ações ordinárias das sociedades.

Além da alta concentração do controle acionário, a pesquisa constatou que a estrutura do controle nas empresas brasileiras: *(i)* era caracterizada pelo controle familiar, compartilhado ou exercido por multinacionais; *(ii)* conta com acionistas minoritários pouco ativos e seus interesses não são completamente reconhecidos; e *(iii)* apresenta alta sobreposição entre propriedade acionária e gestão executiva, de modo que os membros do conselho em geral representam o interesse dos próprios acionistas controladores.

A partir dos anos 2000, principalmente com a consolidação dos segmentos especiais de governança corporativa no Brasil, em especial do Novo Mercado da Bovespa, verificou-se o surgimento de companhias de capital aberto brasileiras com grande dispersão acionária e com padrões mais elevados de transparência e governança listadas nesse segmento[28].

É o caso, por exemplo, das Lojas Renner S.A. que, depois de sua adaptação às exigências do Novo Mercado da Bovespa e a conversão da totalidade de suas ações preferenciais em ações ordinárias, passou a contar com capital altamente pulverizado.

---

[26] Sobre o tema, Calixto Salomão Filho afirma que "o controle concentrado é um dado da realidade brasileira. No Brasil, é extrema a concentração acionária" (SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 77). Também Eduardo S. Munhoz: "a estrutura da propriedade do capital nas sociedades anônimas brasileiras, sem dúvida, continua a ser marcada pelo controle concentrado. É a realidade dominante nas companhias fechadas, assim como nas companhias abertas listadas no segmento-padrão e nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa" (MUNHOZ, Transferência de controle…, op. cit., p. 289).

[27] Disponível em: https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/kf_mck_governan.pdf. Acesso em: 3 out. 2019.

[28] Nesse sentido: MUNHOZ, Transferência de controle…, op. cit., p. 289; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 69-70.

Atualmente, seu maior acionista detém 6,82% do capital social[29]. Também é o caso da BRF S.A., cujo maior acionista atualmente detém 11,5% do capital social[30].

Apesar do maior número de companhias brasileiras de capital pulverizado constatado nos últimos anos, uma pesquisa empírica conduzida por Érica Gorga em 2008, com base em dados de 2006 e 2007, evidencia que o controle gerencial está longe de ser uma realidade no cenário brasileiro[31]. Segundo a autora, estruturas familiares de alta concentração acionária continuam sendo o modelo predominante no Brasil, observando-se, porém, um crescente aumento da participação de investidores estrangeiros (individuais ou institucionais), fundos de pensão, fundos de investimento, entre outros[32].

Essa realidade econômica de concentração de poder foi reproduzida pelo direito societário brasileiro refletido na Lei das S.A., que foi elaborada em torno da figura do acionista controlador, como verdadeiro centro decisório da sociedade, ao qual todos os poderes e responsabilidades são referidos[33]. Nesse contexto, Calixto Salomão Filho afirma que o problema da estrutura de poder na realidade brasileira não é a concentração acionária em si, mas a concentração de poderes em torno da figura do controlador[34].

Nesse sentido, afirma o autor que nas companhias brasileiras de controle concentrado não se verifica uma separação de poderes entre os diferentes órgãos societários, uma vez que o poder é uno e indivisível, concentrado nas mãos do controlador. Isso se dá em razão de a composição dos órgãos administrativos e fiscalizatórios das companhias (Conselho de

---

[29] Conforme dados divulgados pelas Lojas Renner S.A., por meio de seu sítio de Relações com Investidores: http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=21087. Acesso em: 1 out. 2019.

[30] Conforme dados divulgados pela BRF S.A., por meio de seu sítio de Relações com Investidores: https://ri.brf-global.com/governanca-corporativa/composicao-acionaria/. Acesso em 1 out. 2019.

[31] GORGA, Érica. Changing the paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 29, p. 439-554, 2009, p. 35.

[32] Ibid.

[33] Sobre o tema, Calixto Salomão Filho menciona que talvez o melhor exemplo da concentração de poderes em torno do acionista controlador esteja na imputação direta ao controlador (e não à sociedade) dos deveres institucionais previstos no artigo 116 da Lei das S.A. (SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 98).

[34] Ibid.

Administração, Diretoria e Conselho Fiscal) e a contratação da auditoria serem livremente definidas pelo controlador, além de a assembleia geral ser dominada por ele[35].

Essa situação pode levar a um alto nível de conflito na gestão das sociedades empresárias brasileiras, sendo a organização societária utilizada muitas vezes como meio de realização de interesses individuais do próprio sócio controlador, em vez de se perseguir o interesse social, que, nos termos da Lei das S.A., deveria refletir uma composição de interesses mais amplos[36].

Os interesses a serem tutelados pelos controladores na relação de agência instaurada em uma sociedade empresária são objeto de intensos debates[37], encontrando-se, de um lado, aqueles que defendem a atuação dos controladores (os *agents* na relação de agência) exclusivamente no interesse dos sócios, titulares do capital social e *residual claimants* da empresa; e, de outro, aqueles que defendem a atuação dos controladores em benefício não apenas dos sócios, mas de todo o conjunto de *stakeholders* da empresa, incluindo trabalhadores, fornecedores, consumidores, credores e a comunidade em que atua. Esses dois modelos são denominados, respectivamente, *shareholder-oriented model* e *stakeholder-oriented models*, e serão objeto de análise dos tópicos seguintes[38].

1.1.2.1. *Shareholder-oriented model*

---

[35] Ibid., p. 86.

[36] CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações. O princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 225. Isso porque, nos termos do parágrafo único do art. 116 da Lei das S.A., o acionista controlador deve usar seu poder com o fim de fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, tendo devedores e responsabilidades não só em relação aos demais acionistas da empresa, mas também para com os que nela trabalham e para com a sociedade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

[37] E. Merrick Dodd e Adolf A. Berle Jr. conduziram um debate clássico na década de 1930, no qual Berle defendeu a atuação do controlador exclusivamente em benefício dos sócios, enquanto Dodd defendeu a teoria da responsabilidade social, e a ampliação dos deveres fiduciários do controlador para abranger os direitos dos empregados, consumidores e da sociedade em geral. Sobre o tema, ver DODD JR., E. Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? **Harvard Law Review**, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, 1932; e BERLE JR., Adolf A. For Whom Corporate Managers are Trustees: A Note. **Harvard Law Review**, v. 45, n. 8, p. 1365-1372, 1932.

[38] As expressões *shareholder-oriented model* e *stakeholder-oriented model*s foram utilizadas por Henry Hansmann e Reinier Kraakman em seu ensaio *The End of History for Corporate Law*, na defesa de que o direito societário deve tutelar prioritariamente os interesses dos sócios. (HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. **Georgetown Law Journal**, v. 89, p. 439-468, 2001).

Segundo os autores adeptos de um modelo de condução da empresa e direcionamento da atividade para atendimento aos interesses dos sócios, o *agent* deve exercer o controle com o objetivo de atender prioritariamente aos interesses dos sócios, que devem ser os únicos *principals* na relação de agência, pois são estes os legítimos proprietários da empresa.

Esse argumento baseado em *property-rights* foi desenvolvido por Berle e Means, ao afirmarem que os sócios devem ter o direito de controlar a empresa, em razão de serem seus legítimos proprietários[38]. Segundo os autores, nas sociedades empresárias em que há separação entre propriedade e controle, instaura-se uma *agency relationship*, de modo que os sócios deixam de exercer o controle sobre a empresa, delegando essa função a terceiros que passam então a exercer o controle. Assim, na visão dos autores, o controlador deve atender prioritariamente aos interesses dos sócios, pois são estes os legítimos proprietários da empresa[39].

Berle e Means não ignoram o fato de que outros grupos de indivíduos sem participação no capital social (como consumidores, trabalhadores e fornecedores) possam ter interesses na empresa, mas isso não seria suficiente para que fossem considerados seus *coproprietários*[40]. De todo o complexo de indivíduos com interesses na empresa, só seriam considerados *proprietários* aqueles que têm grandes interesses e, diante da lei, somente os que possuem um título legal[41].

Soma-se ao *property-rights argument* na defesa de um *shareholder-oriented model* o fato de os sócios serem considerados os *residual claimants* da empresa. Essa constatação

---

[38] David Millon, ao descrever os argumentos baseados na noção de propriedade para defender a alocação do controle e o direcionamento do exercício do controle em benefício dos sócios, afirma que: "[*t*]*hey* [Berle e Means] *raised a new question that relied on an old idea: ownership and the shareholders' claim, based on property rights, of privileged status among the corporation's various constituencies. The property rights argument did not claim that the shareholders themselves owned the assets of the business enterprise; it was undeniable that legal title was vested in the corporate entity. However, if the shareholders owned the corporate entity, management arguably owed a duty to them to manage the shareholders' property solely in their best interests*" (MILLON, David. The Ambiguous Significance of Corporate Personhood. **Washington & Lee Public Law and Legal Theory Research Paper Series**, 2001, p. 15-16).
[39] BERLE JR.; MEANS, op. cit., p. 114.
[40] Ibid., p. 113.
[41] Ibid.

advém da teoria econômica que vê a empresa como um nexo de contratos (*nexus of contracts*) entre múltiplas partes, sendo os sócios os fornecedores de capital de risco.

Michael C. Jensen e William H. Meckling, responsáveis por sintetizar a ideia da empresa como um nexo de contratos, entendem a empresa como uma organização direcionada à geração de margem entre os preços pagos pelo fornecimento de fatores de produção (*inputs*) e os valores obtidos com a venda dos bens ou serviços colocados no mercado (*outputs*)[42].

Dentre os *inputs* da empresa estão os recursos financeiros necessários para o financiamento da atividade empresarial. Via de regra, os sócios raramente serão capazes de (ou estarão dispostos a) investir todos os recursos financeiros necessários, de modo que buscarão obter financiamentos no mercado, via dívida (*debt*). Os financiamentos (como os demais fornecimentos de *inputs*) têm suas condições – preços, prazos de pagamento e juros – negociados previamente e, por isso, chamados de *fixed claims*.

A remuneração do capital investido pelos sócios, por outro lado, depende do alcance de resultados *post break-even*. Em outras palavras, os sócios têm o direito de receber toda a margem da receita gerada pela atividade empresarial, uma vez pagos os *fixed claims*. Não por outro motivo os sócios são chamados de *residual claimants* da empresa.

O fato de os sócios se apropriarem de todo o excedente gerado pela sociedade empresária, depois de pagos os *fixed claims*, gera um incentivo para que seja produzida riqueza suficiente para o pagamento do passivo e geração de lucro, o qual será distribuído aos sócios em forma de dividendos. Assim, os sócios seriam os maiores interessados em que a gestão seja o mais eficiente possível: se a gestão for eficiente, receberão o retorno do valor investido na forma de distribuição de dividendos; se não o for, perderão o investimento realizado[43].

---

[42] Michael C. Jensen e William H. Meckling são responsáveis por sintetizar a ideia da empresa como um nexo de contratos (*nexus of contracts*), de inspiração coasiana, em sua obra intitulada *Theory of the Firm*. Segundo os autores, "[*t*]*he firm is a black box operated so as to meet the relevant marginal conditions with respect to inputs and outputs; thereby maximizing profits, or more accurately, present value*" (JENSEN; MECKLING, op. cit., p. 3).

[43] FISCHEL, Daniel R.; EASTERBROOK, Frank H. **The Economic Structure of Corporate Law**. 4.ed. Cambridge: Harvard University Press, 1998, p. 79.

Sobre a outorga do direito de voto exclusivamente aos sócios, e não a qualquer outro *stakeholder* da empresa, Daniel R. Fischel e Frank H. Easterbrook afirmam que os sócios, na qualidade de *residual claimants*, possuem os incentivos apropriados para tomar as decisões estratégicas sobre a condução da atividade empresarial, como a realização de investimentos em novos produtos, expansão da planta industrial etc., pois são os principais interessados na margem resultante de tais investimentos. Titulares de *fixed claims*, por outro lado, estão satisfeitos na medida em que a empresa seja saudável o suficiente para realizar os pagamentos de seus créditos quando devidos, de forma que não teriam incentivos suficientes para a maximização dos retornos da empresa além do valor necessário para a satisfação de seus próprios créditos. Esse entendimento pode ser conferido na seguinte passagem:

> *Votes could be held by shareholders, bondholders, managers, or other employees in any combination. Given the collective choice problem, one might expect voting rights to be held by a small group with good access to information – the managers. Yet voting rights are universally held by shareholders, to the exclusion of creditors, managers and other employees.* (…) *The reason is that shareholders are the residual claimants to the firm's income. Creditors have fixed claims, and employees generally negotiate compensation schedules in advance of performance. The gains and losses from abnormally good or bad performance are the lot of shareholders, whose claims stand last in line. As the residual claimants, shareholders have the appropriate incentives (collective choice problems notwithstanding) to make discretionary decisions. The firm should invest in new products, plants, and so forth, until the gains and costs are identical at the margin. Yet all of the actors, except the shareholders, lack the appropriate incentives. Those with fixed claims on the income stream may receive only a tiny benefit (in increased security) from the undertaking of a new project*[44].

Assim, seja em razão da noção de propriedade, seja por uma questão de eficiência, as teorias aqui indicadas justificam a alocação do controle na esfera dos sócios, ou o direcionamento da atividade empresarial em seu interesse, nos casos em que se verifique a separação entre propriedade e controle, instaurando-se uma relação de agência.

Henry Hansmann e Reinier Kraakman, contudo, não afastam a hipótese de existência de conflito de interesses entre sócios e outros *stakeholders* da empresa; mas, segundo eles, os interesses desses outros *stakeholders* estariam em geral assegurados por via contratual ou regulatória, não havendo necessidade, portanto, que estes se integrem à estrutura

[44] Ibid., p. 67-68.

orgânico-decisória da empresa, partilhando o controle societário com os sócios, entendidos como os proprietários do capital social[45].

Calixto Salomão Filho, ao comentar as análises econômicas do direito societário praticadas nos Estados Unidos, em especial por Hansmann, afirma que, ao resumirem o interesse social à maximização do valor das ações, contraditoriamente se afastam da ideia originária de influência coasiana de ver na empresa um nexo de contratos, voltada a captar e organizar todos os interesses em torno dela, sem distinção entre eles[46].

A contradição apontada por Calixto Salomão Filho reside no fato de que, na teoria de Coase sobre custos de transação e na proposta de sua eliminação, está presente a ideia de internalização dos interesses mais relevantes e influentes para a sociedade, exatamente porque isso elimina custos de transação elevados[47]. Assim, relações contratuais que apresentem custos de transação muito elevados justificariam o tratamento internalizado de tais custos, conferindo a tais *stakeholders* uma penetração nos mecanismos decisórios da empresa, se essa for a forma mais eficiente de estruturar as relações jurídicas que envolvem uma empresa. A alocação do controle exclusivamente na esfera dos provedores do capital social, nesses casos, não seria a forma mais eficiente de organização da empresa[48].

1.1.2.2. *Stakeholder-oriented models*

O *shareholder-oriented model* foi contestado por autores apegados à ideia de responsabilidade social da empresa, tendo como seu principal expoente E. Merrick Dodd

---

[45] HANSMANN; KRAAKMAN, op. cit., p. 449.

[46] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 319.

[47] COASE, Ronald H. The Nature of the Firm. **Economica, New Series**, v. 4, p. 386-405, 1937.

[48] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 319-320. Também Jensen e Meckling, ao tratarem da definição da empresa tendo como base a teoria de Coase, comentam que, sendo a empresa uma ficção jurídica que serve como um nexo de contratos "*it makes little or no sense to try to distinguish those things that are 'inside' the firm* (*or any other organization*) *from those things that are 'outside' of it. There is in a very legal sense only a multitude of complex relationships* (*i.e. contracts*) *between the legal fiction* (*the firm*) *and the owners of labor, material and capital inputs and the consumers of output*)". Ainda, sobre a função da empresa de equilibrar os interesses de seus diversos participantes, afirmam que "*it* [*the firm*] *is a legal fiction which serves as focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals* (*some of whom may* "*represent*" *other organizations*) *are brought into equilibrium within a framework of contractual relations*" (JENSEN; MECKLING, op. cit., p. 8).

Jr., ao descrever a empresa como uma instituição econômica que tem tanto uma finalidade social quanto lucrativa[49]. Se a empresa tem responsabilidades e deveres em relação à comunidade em que atua, os controladores e administradores da sociedade devem geri-la para que ela cumpra essa finalidade, privilegiando não exclusivamente os interesses dos sócios, mas de todos os seus *stakeholders*. Essa corrente, em oposição ao *shareholder-oriented model*, é conhecida como *stakeholder-oriented models*.

Dessa corrente, três principais modelos de gestão da empresa são particularmente relevantes: *manager-oriented*, *labor-oriented* e *state-oriented models*[50].

Nos Estados Unidos, principalmente entre as décadas de 1930 e 1960, deu-se um importante destaque a modelos teóricos de gestão que exaltavam as virtudes de se conceder grande discricionariedade aos administradores das grandes companhias americanas. Esse modelo, denominado *manager-oriented model*, decorre da teoria da responsabilidade social desenvolvida por Dodd de que os administradores (controladores das grandes companhias de capital pulverizado norte-americanas) devem, na condução da empresa, perseguir o interesse público. Dessa forma, os controladores e administradores seriam responsáveis por balancear os interesses de seus diversos participantes, incluindo consumidores, empregados, fornecedores, a comunidade e os titulares do capital social. Os sócios seriam, portanto, apenas mais um grupo de interesses a ser tutelado, e não os únicos *principals* na relação de agência[51].

Outro modelo de condução da empresa levando em consideração os interesses de outros *stakeholder*s que merece destaque é o *labor-oriented model*, adotado sobretudo na

---

[49] DODD JR., E. Merrick. Who are Corporate Managers Trustees? **Harvard Law Review**, v. 45, p. 1145-1163, 1932.

[50] HANSMANN; KRAAKMAN, op. cit., p. 444.

[51] O Comitê para o Desenvolvimento Econômico dos Estados Unidos publicou, em 1971, um relatório sobre a responsabilidade social da empresa, com diretrizes para a condução da empresa-instituição por seus controladores e administradores. Sobre a atuação destes como *trustees*, destacamos o seguinte trecho: "[*t*]*he modern professional manager also regards himself, not as an owner disposing of personal property as he sees fit, but as a trustee balancing the interests of many diverse participants and constituents in the enterprise, whose interests sometimes conflict with those of the others. The chief executive of a large corporation has the problem of reconciling the demands of employees for more wages and improved benefit plans, customers for lower prices and greater values, vendors for higher prices, government for more taxes, stockholders for more dividends and greater capital appreciation – all within a framework that will be constructive and acceptable to society*" (COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT. Social Responsibilities of Business Corporations. Publicado em 1 jun. 1971, p. 22. Disponível em: https://www.ced.org/pdf/Social_Responsibilities_of_Business_Corporations.pdf. Acesso em: 1 abr 2019).

Alemanha pós-Segunda Guerra Mundial, com a promulgação da lei de cogestão da indústria metalúrgica em 1951[52]. Nesse modelo, os trabalhadores são diretamente envolvidos na governança corporativa das empresas atuantes no setor, ao lhes ser conferido o direito de eleger metade dos membros do *Aufsichtsrat* (órgão com funções similares ao conselho de administração no direito brasileiro), sendo a outra metade de seus membros eleita por representantes do capital social[53].

Por fim, defensores do *state-oriented model* argumentam que a intervenção estatal nas grandes empresas seria uma medida necessária para assegurar o direcionamento das atividades empresariais para o atingimento do interesse público. Esse modelo teve sua maior expressão na França e no Japão pós-guerra[54]. Os principais instrumentos utilizados nesse modelo podem não residir propriamente no direito societário, mas na alocação de relevante poder discricionário nas mãos das autoridades públicas para regulamentar políticas de crédito, de câmbio, de licença e de isenções gerais que impactam diretamente na condução da empresa por seus controladores[55].

1.2 MODALIDADES DE EXERCÍCIO DO CONTROLE NAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS

No Brasil, os ensinamentos de Berle e Means foram internalizados por Fábio Konder Comparato, em sua obra *O poder de controle na sociedade anônima*, originalmente publicada em 1976[56]. Segundo Comparato, a depender do grau em que se manifesta a separação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial, o controle pode corresponder a uma participação totalitária, majoritária ou minoritária no capital social, e

---

[52] Outros países da Europa Continental chegaram também a adotar o modelo da cogestão de formas mais modestas (HANSMANN; KRAAKMAN, op. cit., p. 445).
[53] Fábio K. Comparato, ao comentar a cogestão paritária adotada pela legislação alemã, aponta limitações à autonomia do *Aufsichtsrat*, visto que sua competência se restringe a questões administrativas, deixando intactas as prerrogativas da assembleia geral de alterar a estrutura da companhia e deliberar sobre sua composição patrimonial, de modo que afrontaria apenas de forma sutil a alocação do controle na esfera dos sócios (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 34).
[54] HANSMANN; KRAAKMAN, op. cit., p. 444.
[55] Ibid., p. 447.
[56] COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 1976.

pode mesmo não corresponder à participação nenhuma, como no caso do controle externo e do controle gerencial[57].

Na obra, Comparato define o poder de controle como o *poder de dispor de bens alheios como um proprietário*[58]. Essa definição está presente em diversos trechos, conforme é possível verificar nos seguintes excertos:

> O controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal sorte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica[59].
>
> Atividade empresarial e estabelecimento constituem, portanto, noções complementares. Da mesma forma, o controle sobre a atividade empresarial implica, necessariamente, o controle dos bens empresariais e vice-versa. Por isso, Champaud afirmou, corretamente, que controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal sorte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica[60].

A definição de controle proposta por Comparato como o *poder de dispor dos bens alheios como proprietário* não pressupõe a titularidade de participação no capital social para sua configuração. Segundo o autor,

> o controle manifesta-se através dos poderes decisórios da assembleia de acionistas como necessária legitimação de seu exercício. Mas essa legitimação é meramente formal ou procedimental. Pode mesmo ocorrer que o verdadeiro titular dos poderes decisórios não seja acionista, curvando-se, então, a assembleia geral a uma soberania externa[61].

Mais adiante, o autor complementa: "Resumindo e concluindo, o núcleo da definição de controle na sociedade anônima reside no poder de determinar as deliberações da assembleia geral"[62].

---

[57] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 101.
[58] Ibid., p. 104. A definição adotada por Comparato está em linha com a definição adotada por Claude Champaud em sua obra *Le pouvoir de concentration de la societé par actions*, nos seguintes termos: "*Le controle est le disposer des biens d'autrui comme um propriétaire. Contrôler une entreprise c'est détenir le controle des biens qui lui ont été affectés activité économique. Contrôler une société, cést détenir le controle des biens siciaux* (*droit d'en disposer comme um propriétaire*), *de telle sorte que l'on soit maître de l'activité économique l'entreprise sociale*" (CHAMPAUD, Claude. **Le Pouvoir de Concentration de la Societé par Actions**. Paris: Sirey, 1962, p. 161).
[59] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 104.
[60] Ibid., p. 106.
[61] Ibid., p. 33.
[62] Ibid., p. 74.

As modalidades de controle descritas por Berle e Means são segmentadas por Comparato em duas categorias, o *controle interno* e o *controle externo*, a depender se o titular do poder de controle atua no interior da sociedade (*ab intus*), por meio de mecanismos de poder próprios da estrutura societária, ou se age de fora (*ab extra*), exercendo seu poder de dominação sem pertencer a nenhum órgão social[63].

A Lei das S.A., ao disciplinar a figura do controlador, adotou uma definição bem mais restrita do poder de controle[64], deixando de abranger todas as modalidades previstas por Comparato. Assim, segundo o *caput* do artigo 116 da Lei das S.A.:

> Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:
> a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
> b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Tal conceito foi basicamente repetido no §2º do artigo 243, que estabelece ser controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou por meio de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores[65].

Ao prever a *titularidade de direitos de sócio* como um dos requisitos para a configuração do controle, a lei acionária brasileira apenas disciplina o exercício do

---

[63] Ibid., p. 41. Observa-se que Comparato não leva em consideração uma quinta modalidade de controle proposta por Berle e Means, o exercício do controle mediante expedientes legais (*control through a legal device*). Segundo o autor, "muito discutível é a terceira espécie de controle na classificação de Berle e Means: aquele que se exerce mediante um expediente ou artifício legal. Dos exemplos assinalados pelos prestigiosos autores – o controle piramidal ou em cadeia num grupo societário, a existência de ações sem direito de voto, a emissão de ações com voto limitado e o *voting trust* – somente o último poderia, a rigor, ser distinguido das demais espécies de controle, pela própria peculiaridade do *trust* de dissociar direitos de vários titulares sobre uma mesma coisa. […] A originalidade do instituto não permite a generalização dessa espécie particular de controle aos demais sistemas jurídicos" (Ibid., p. 54).

[64] O conceito de controlador introduzido no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei das S.A. foi reproduzido pelo Código Civil ao definir, em seu artigo 1.098, a *sociedade controlada*: "Art. 1.098. É controlada: I – a sociedade de cujo capital outra sociedade possua a maioria dos votos nas deliberações dos quotistas ou da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores; II – a sociedade cujo controle, referido no inciso antecedente, esteja em poder de outra, mediante ações ou quotas possuídas por sociedades ou sociedades por esta já controladas".

[65] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 666.

controle interno, exercido por titulares do capital social, deixando de regulamentar a possibilidade do exercício do *controle externo e do controle gerencial*[66]. Ainda, ao prever como requisito para configuração do controle seu exercício *de modo permanente*, causa divergências doutrinárias a respeito da recepção do controle minoritário pelo ordenamento brasileiro, como será analisado a seguir.

1.2.1. Modalidades de exercício de controle interno

Segundo Comparato, haverá *controle interno* toda vez que o poder de determinação das deliberações da assembleia de sócios estiver em mãos de titulares de direitos próprios de sócios ou de administradores, isoladamente ou em conjunto, de modo direito ou indireto[67], abrangendo, portanto, as modalidades de controle totalitário, majoritário, minoritário e gerencial. Este último, apesar de não corresponder a qualquer participação no capital social, é exercido de forma interna, mediante a obtenção de procurações outorgadas pelos titulares do capital social aos administradores da sociedade para exercício do direito de voto nas assembleias de sócios.

1.2.1.1. Controle totalitário

O controle totalitário ocorre quando seu titular detém a totalidade da participação societária, como nos casos das sociedades unipessoais ou subsidiárias integrais. Nesses casos, há uma equivalência integral entre a propriedade e o controle.

---

[66] Nesse sentido, Nelson Eizirik: "É possível também a existência de 'controle externo', não acionário, exercido mediante uma influência dominante, o qual, porém, não está previsto na Lei das S.A." (Ibid.); Modesto Carvalhosa: "A Lei nº 6.404, de 1976, como referido, apenas configura o controle interno, deixando de levar em consideração o fenômeno do controle externo" (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 6.ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 495, v. 2). Modesto Carvalhosa, além de reconhecer a inexistência do controle externo e gerencial no ordenamento brasileiro, igualmente entende a inexistência do controle minoritário (Ibid., p. 653); também Fábio K. Comparato, ao tratar da definição de controlador da Lei das S.A., comenta: "Exclui-se aí, como se vê, a previsão do controle externo e a do controle administrativo ou gerencial". O autor, contudo, prossegue comentando que a lei, em pelo menos um de seus dispositivos (art. 249, parágrafo único), parece prever as hipóteses de controle externo e gerencial ao determinar a "inclusão de sociedades que, embora não controladas, segundo a norma, sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia" nas demonstrações financeiras consolidadas. (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p.71).

[67] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit, p. 75.

É igualmente possível a existência de controle totalitário em sociedades com mais de um sócio, desde que nenhum deles seja excluído do poder de dominação na sociedade (ou seja, as decisões assembleares sejam tomadas pela unanimidade dos sócios), como é o caso de certas sociedades do tipo familiar, em que se há o chamado *controle totalitário conjunto*[68].

1.2.1.2. Controle majoritário

O controle majoritário pressupõe a existência de uma sociedade com pluralidade de sócios, em que as deliberações são tomadas com base no princípio majoritário, devendo prevalecer a vontade de sócios representando a maioria do capital social.

O controle majoritário pode ser detido por um único sócio titular da maioria absoluta do capital social, ou compartilhado entre dois ou mais sócios que, associando seus interesses, formem um bloco majoritário, falando-se em um controle conjunto ou por associação. O controle compartilhado é usualmente exercido por signatários de acordo de acionistas, por meio do qual se obrigam a votar em bloco nas matérias atinentes ao exercício do poder de controle[69].

Trata-se da modalidade mais comum de controle societário no Brasil, dada a extrema concentração acionária ente nós verificada[70]. Em tais sociedades, muitas vezes nota-se uma sobreposição entre propriedade das ações ou quotas sociais que asseguram o poder de controle e as funções executivas[71].

1.2.1.3. Controle minoritário

Há casos em que, não havendo um sócio ou grupo de sócios titular da maioria do capital social que efetivamente exerça o controle, este passa a ser exercido por sócios que, mesmo não detendo a maioria do capital social, são capazes de comandar a exploração da atividade empresarial. Isso ocorre normalmente nos casos de maior dispersão acionária, em

[68] Ibid., p. 50.
[69] EIZIRIK, op. cit., p. 670.
[70] Ibid.
[71] Ibid.

que nenhum sócio é titular de quotas representativas da maioria absoluta do capital social[72].

O fenômeno do controle minoritário é uma questão controversa no direito brasileiro. Para Modesto Carvalhosa, apenas é possível o prevalecimento *permanente* dos votos nas assembleias gerais (requisito para configuração do controle previsto na alínea "a" do artigo 116 da Lei das S.A.) mediante a propriedade de mais de 50% das ações com direito a voto[73]. Assim, para o autor, a legislação societária brasileira apenas disciplinou as modalidades de controle totalitário e majoritário, afastando-se de outras legislações, que, em geral, fundam o controle em *situações de fato,* analisáveis em cada caso[74].

Em que pese o entendimento supracitado, a maior parte da doutrina entende que o legislador brasileiro admitiu, implicitamente, a possibilidade de exercício do controle minoritário[75]. Nesse sentido, Fábio K. Comparato e Calixto Salomão Filho argumentam que a Lei das S.A., ao fixar regras de quórum e maioria no funcionamento da assembleia geral, permite sua instalação, em segunda convocação, com qualquer quórum (artigos 125 e 135), de modo que é possível prevalecer o voto da minoria nas deliberações, caso a maioria esteja ausente. Ainda, o artigo 136, ao prever a obrigatoriedade da aprovação da maioria do capital com direito a voto para as deliberações nele enumeradas, admite, a *contrario sensu*, que as demais deliberações possam ser aprovadas por acionistas representando a minoria do capital social com direito a voto[76].

Calixto Salomão Filho acrescenta que a discussão acerca do controle minoritário, mais do que uma definição de hipótese legal de incidência, relaciona-se à disciplina a ser aplicada. Para fins de atribuição dos deveres e responsabilidades aos controladores disciplinados pelo artigo 117 da Lei das S.A., o autor argumenta ser fundamental adotar a noção de controle tendo em conta a situação de fato, visto que a maioria das hipóteses previstas no referido artigo se trata de atos específicos ou atividades de duração determinada. Já para efeitos da disciplina da alienação de controle e da oferta pública, o

---

[72] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 54.
[73] CARVALHOSA, op. cit., p. 624.
[74] Ibid., p. 617.
[75] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 54; EIZIRIK, op. cit., p. 671.
[76] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 54.

autor entende ser necessária a utilização de definições estáveis para caracterização do poder de controle como posição jurídica, inclusive para que seja possível sua avaliação do ponto de vista patrimonial[77].

1.2.1.4. Controle gerencial

A última modalidade de controle interno, na classificação de Comparato, é o controle administrativo ou gerencial, isto é, aquele não fundado na participação societária, mas exercido pelos administradores da sociedade, objeto de extensa análise por Berle e Means. De acordo com os autores, o controle gerencial é comum em situações de extrema dispersão acionária, em que nenhum acionista está em condições, apenas por meio de sua participação acionária, de fazer importantes pressões sobre a administração ou de usar suas ações como um núcleo considerável para a acumulação da maioria de votos necessária para o exercício do controle[78].

Nessas situações, os administradores possuem ampla margem para assumirem, de fato, o controle empresarial, utilizando-se, sobretudo, de mecanismo para obtenção de procurações para representação dos acionistas em assembleia, conhecido como *proxy machinery*.

Trata-se da modalidade dominante nos Estados Unidos e no Reino Unido, países em que se verifica, nas grandes companhias, uma separação completa entre propriedade e controle. Nelson Eizirik afirma tratar-se de traços característicos desse modelo de controle a existência de um conselho de administração cujos membros são efetivamente independentes e uma relativa passividade dos acionistas, que quase não participam nas decisões sobre os negócios sociais[79].

A concentração acionária, contudo, é o modelo predominante na Europa Continental e em países emergentes na Ásia e na América Latina[80]. No Brasil, apesar do aumento de

[77] Ibid., p. 59.
[78] BERLE JR.; MEANS, op. cit., p. 84.
[79] EIZIRIK, op. cit., p. 673.
[80] GORGA, op. cit., p. 441.

companhias de capital pulverizado observado nos últimos anos, o modelo predominante ainda é o da concentração acionária, conforme analisado no item 1.1.2.

1.2.2. Modalidades de exercício do controle externo

No caso do *controle externo*, há uma desvinculação completa entre a titularidade de direitos de sócio e o exercício efetivo do controle. Nesses casos, em razão de uma *influência dominante* exercida por um terceiro estranho aos órgãos sociais, este terceiro passa a efetivamente comandar a atividade empresarial, curvando-se a assembleia geral a uma soberania externa[81].

O termo *influência dominante*, muito utilizado para tratar das hipóteses de controle externo[82], foi consagrado na legislação societária alemã de 1937, que definiu o poder de controle não só na hipótese de participação majoritária no capital votante, mas também quando uma sociedade exerce sobre a outra, direta ou indiretamente, uma influência dominante (*beherrschender Einfluss*)[83].

Na mesma linha, o *Codice Civile* italiano define as sociedades controladas não apenas em razão da titularidade da maioria dos votos em assembleia, mas também em função da titularidade de votos suficientes para exercer uma *influência dominante* na assembleia ordinária (reconhecendo o exercício do controle interno minoritário) e nas hipóteses em que a sociedade se encontra sob *influência dominante* de outra sociedade, em virtude de particulares vínculos contratuais com esta (sendo a última hipótese o reconhecimento do exercício do controle externo)[84].

---

[81] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 77.
[82] Ibid., p. 77-78; EIZIRIK, op. cit., p. 666.
[83] A utilização do termo influência dominante foi repetida pela lei atual societária alemã (Aktiengesetz) de 6 de setembro de 1965, para definição de sociedades controladas, conforme texto de seu §17: "(*1*) *Abhängige Unternehmen sind rechtlich selbständige Unternehmen, auf die ein anderes Unternehmen* (*herrschendes Unternehmen*) *unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluß ausüben kann.* (*2*) *Von einem in Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen wird vermutet, daß es von dem an ihm mit Mehrheit beteiligten Unternehmen abhängig ist*".
[84] Este é o texto do artigo 2.359 do *Codice Civile* italiano, no que diz respeito às sociedades controladas: "*Sono considerate società controllate:* (*1*) *le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;* (*2*) *le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;* (*3*) *le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa*".

Carlo Pasteris observa que o conceito de controle externo adotado pela legislação alemã é mais amplo do que aquele presente na legislação italiana, visto que, enquanto o legislador alemão trata, de forma genérica, de qualquer ato que possa resultar no exercício de uma *influência dominante*, o legislador italiano limita os meios aos derivados de particulares vínculos contratuais, não tendo, portanto, abrangido a hipótese de exercício de controle externo extracontratual[85].

Ao tratar do conceito de controle decorrente da sujeição à *influência dominante* de terceiro adotado pelo ordenamento jurídico italiano, Carlo Pasteris afirma que o exercício de *influência dominante* consiste no poder de um sujeito impor sua própria vontade sobre outro determinado sujeito, poder este que deriva de uma situação particular, jurídica ou de fato, na qual o sujeito controlador se encontra em relação ao sujeito controlado[86]. Mais adiante, o autor complementa, afirmando que "*in effetti, sostanzialmente, l'impresa controllata si tramuta in un docile srumento nelle mani di colui che esercita il controllo*"[87].

No que se refere à caracterização do exercício da *influência dominante* (e, portanto, do controle externo), Carlo Pasteris identifica os seguintes elementos que devem estar presentes[88]:

Em *primeiro lugar*, a influência exercida deve ser de ordem econômica, expressando-se na imposição – ou melhor, na possibilidade de imposição – da vontade do dominador sobre a gestão da sociedade dominada. Assim, a sujeição ao controle decorre de um juízo de conveniência econômica entre se rebelar contra a influência e, consequentemente, sofrer um prejuízo econômico, ou se sujeitar à influência.

Em *segundo lugar*, a influência não deve ser exercida apenas sobre determinados atos de gestão, mas deve abranger toda a atividade exercida pela sociedade controlada.

---

[85] PASTERIS, Carlo. **Il Controllo nelle Società Collegate e le Partecipazioni Reciproche**. Milano: Giuffrè, 1957, p. 20.
[86] Ibid., p. 30.
[87] Ibid., p. 31.
[88] Ibid., p. 31-37.

Em *terceiro lugar*, a influência deve ser exercida de modo estável e contínuo, geralmente assegurada por uma relação contratual de caráter continuativo, não sendo necessário, contudo, um período mínimo de duração para que se configure o controle.

A relação de controle externo, portanto, subsiste enquanto o sujeito passivo tenha interesse na manutenção da relação contratual; na falta desse interesse, ou tornando-se de menor relevância, o controle perde sua força vinculante, não havendo mais a ameaça da cessação da relação contratual um peso tal a induzir a sociedade controlada a se sujeitar à relação de controle[89].

O fenômeno do controle externo, assim, ocorre nas hipóteses em que a empresa, seja por causas estruturais inerentes à sua própria natureza, seja por causas circunstanciais, tem sua viabilidade condicionada ao fornecimento ou à manutenção de um fator econômico determinado, cuja cessão acarreta potencialmente o encerramento da empresa ou a necessidade de um completo redirecionamento de sua atividade, redirecionamento cujos custos podem mostrar-se inviáveis[90]. Nessas hipóteses, o titular do fator de viabilidade da empresa é capaz de exercer *influência dominante* constante e sobre toda a atividade desenvolvida pela empresa controlada, sem que esta possa subtrair-se à influência, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico[91].

No direito pátrio, Carlos Celso Orcesi da Costa afirma que todo controle externo emana de um contrato, com raras exceções atípicas, como é o caso de dominação por força legal, na intervenção administrativa regulada pela Lei nº 6.024/74[92]. Segundo o autor, o controle externo se exerce com muito menos carga dominial, possuindo o controlador externo somente um direito de crédito contra a sociedade, eventualmente um direito de

---

[89] Ibid., p. 36.
[90] MACEDO, Ricardo Ferreira. **Controle não societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 145.
[91] Na mesma linha de Carlo Pasteris, Nelson Eizirik afirma que a influência dominante constitui um controle externo quando se estende a toda a atividade desenvolvida pela empresa "controlada", em caráter duradouro, sem que esta última possa subtrair-se à influência, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico. (EIZIRIK, op. cit., p. 666).
[92] COSTA, Carlos Celso Orcesi da. Controle externo nas companhias. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 44, p. 70-75, 1981, p. 71. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho também mencionam a hipótese do controle externo juridicamente legitimado, no caso de intervenção administrativa e liquidação extrajudicial das instituições financeiras, objeto da Lei nº 6.024, de 13.3.1974, em que o Banco Central do Brasil nomeia interventor, com plenos poderes de gestão. (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 87).

garantia, e possivelmente até uma expectativa de assunção de controle interno, mas basicamente não tem direito de dispor dos bens de terceiro como proprietário[93].

Ricardo Macedo diverge da opinião de Orcesi da Costa[94]. Segundo Macedo, a relação de controle empresarial diz respeito a um substrato fático único, que é a possibilidade de imposição da vontade de um sujeito na condução de uma atividade empresarial, e uma necessidade jurídica única, de preservação da condução da empresa em atenção aos interesses que a lei elege tutelar, seja em uma perspectiva restrita, como nos modelos legais baseados no *shareholder oriented-model*, seja em uma perspectiva mais ampla, como nos modelos pautados pelos *stakeholders models*. Esse substrato e essa necessidade, na visão do autor, manifestam-se da mesma maneira em situações de controle exercido pela via societária e em situações de controle exercido por qualquer outro mecanismo[95].

O estudo do controle externo, como poder de fato, demanda uma análise casuística das hipóteses que podem levar ao seu exercício[96]. Assim, a partir da análise das situações fáticas de configuração do controle externo que será realizada a seguir, busca-se demonstrar que as decisões tomadas pela empresa, formalmente expressadas por seus órgãos internos (assembleia geral e órgãos da administração)[97], podem ser impostas por outros agentes que tenham condições de, estavelmente, ditar o conteúdo das decisões expressadas pelos órgãos internos da sociedade empresária.

Para fins de sistematização da matéria, utilizaremos, a seguir, a classificação proposta por Carlos Orcesi da Costa, que divide o controle externo contratual em três diferentes modalidades: controle tecnológico ou técnico, controle comercial e controle financeiro[98].

---

[93] Ibid.
[94] MACEDO, op. cit., p. 172-173.
[95] Ibid.
[96] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 78.
[97] Nesse sentido, Nelson Eizirik afirma que "o poder de comando sobre as atividades desenvolvidas pela companhia, de eleger a maioria dos administradores e determinar a ação da sociedade, é usualmente exteriorizado na assembleia geral, órgão que manifesta a vontade social" (EIZIRIK, op. cit., p. 676).
[98] COSTA, op. cit., p. 74.

1.2.2.1. Controle tecnológico ou técnico

O controle externo tecnológico ou técnico é o que resulta da dominação por motivos de técnica, como de transferência de *know-how*, de processos de fabricação, de cessão de patentes ou fornecimento de mão de obra especializada[99].

Nessas situações, a empresa tem sua viabilidade condicionada ao fornecimento ou à manutenção de determinada tecnologia, *know-how* ou marca a ela transferidos ou licenciados por uma segunda empresa, por meio de um contrato de franquia, de transferência de tecnologia ou de licença de marca. Do ponto de vista econômico, o término ou a superveniente oneração da relação jurídica torna a empresa potencialmente inviável, seja em razão da interrupção do fornecimento do *input* necessário para a produção do *output* comercializado, seja pelo excessivo custo de sua substituição[100].

Assim sendo, o fornecedor da tecnologia, do *know-how* ou da marca terá condições de exercer efetiva e constante pressão sobre os centros decisórios formais da empresa (assembleia de sócios, diretoria, conselho de administração), geralmente por meio do próprio contrato de franquia, transferência de tecnologia ou licenciamento, sob pena de terminar a relação jurídica da qual depende a viabilidade da empresa.

Ao tratar do tema, Macedo cita como exemplo um contrato por meio do qual uma empresa produtora, geradora e transmissora de programas televisivos autoriza outra a retransmitir, em determinada área geográfica, os programas por ela gerados. Nessa situação, dificilmente seria possível deixar de acolher quaisquer instruções emanadas da empresa geradora e direcionadas aos administradores e sócios da empresa retransmissora, visto que a consequência do não acolhimento seria a própria inviabilização da empresa em decorrência da provável cessação da relação de fornecimento do *input* controlado pela geradora, como sanção econômica ao descumprimento de qualquer de suas instruções. Assim, afirma o autor que não há como não se tratar a relação entre a empresa geradora e a

[99] Ibid.
[100] MACEDO, op. cit., p. 147.

retransmissora como autêntica relação de controle, ainda que inexista qualquer vínculo societário entre elas[101].

1.2.2.2. Controle comercial

O controle externo comercial é aquele que cuida do relacionamento contratual sobre a comercialização mercadológica dos produtos fabricados pela empresa dominada, tais como os contratos de *franchising*, a concessão de venda com exclusividade e o truste original (forma de cartéis que se destinavam à baixa artificial de preços e eliminação da concorrência)[102].

Nessas espécies de relação contratual, Macedo afirma que as distribuidoras exclusivas, concessionárias ou franqueadas tendem a ser meras extensões operacionais de suas fornecedoras de *inputs*, funcionando economicamente como capilares de colocação em mercado dos *outputs* dessas últimas, que tendem a enxergar em suas distribuidoras exclusivas, concessionárias ou franqueadas alternativas menos onerosas de ampliação de suas atividades se comparadas a alternativas de abertura de filiais, constituição de subsidiárias ou outras formas que envolvam a realização de investimentos em aquisição de ativos, contratação de pessoal, locação de espaço etc.[103].

Nessas situações, as distribuidoras exclusivas, concessionárias ou franqueadas encontram-se sujeitas a políticas contratualmente impostas por suas fornecedoras, que disciplinam de forma estrita o exercício da atividade (preços praticados, área de atuação etc.), ditando, de fora da estrutura societária, o direcionamento da atividade empresarial[104].

Comparato também cita o exemplo da concessão de venda com exclusividade, em que a situação de dependência do concessionário resulta na imposição de obrigação unilateral de compra de produtos da concedente, estipulando uma quota periódica de produtos que o concessionário é obrigado a comprar, bem como o preço de revenda. Nesses casos, o poder de decisão sobre o preço e quantidade de produtos a ser

[101] Ibid., p. 149.
[102] COSTA, op. cit., p. 74.
[103] MACEDO, op. cit., p. 151.
[104] Ibid., p. 153.

comercializados pela empresa é faticamente transferido da esfera dos sócios para a do fornecedor do produto essencial à viabilidade da empresa[105].

1.2.2.3. Controle financeiro

Já o controle externo financeiro, que será objeto de especial atenção na presente dissertação, é o que redunda dos empréstimos assumidos pela sociedade[106].

O exercício de controle externo financeiro também foi observado por Comparato:

> Há assim, em primeiro lugar, toda uma série de hipóteses em que o controle externo resulta de uma situação de endividamento da sociedade. Em razão de seu direito de crédito, cuja execução forçada pode levar a companhia à falência, o credor passa, muitas vezes, a dominar a devedora, comandando sua exploração empresarial[107].

O autor cita como exemplo de controle externo financeiro contratos de empréstimo com garantia de caução das ações do bloco de controle, estipulando-se que o acionista não poderá, sem consentimento do credor caucionado, votar em certas deliberações, geralmente relacionadas à alienação ou oneração dos bens constantes do ativo social imobilizado[108].

Contudo, o autor afirma que, mesmo sem a caução das ações de controle, os maiores credores de uma sociedade em situação financeira difícil podem assumir *seu controle de fato*, impondo condições para a renovação de empréstimos ou a reforma de dívidas, tais como a reorganização empresarial e o remanejamento da administração social[109].

Macedo também trata do controle externo financeiro, identificando-o como uma causa de dependência circunstancial. Segundo o autor, o fornecimento de *debt-type investments* a uma empresa, se promovido por instituição financeira, dificilmente não impactará o ambiente discricionário de seus órgãos decisórios formais, sobretudo quando a

---

[105] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 82.
[106] COSTA, op. cit., p. 74.
[107] COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 78.
[108] Ibid., p. 79. Nos termos do artigo 113 da Lei das S.A., "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".
[109] Ibid.

empresa financiada se encontrar impossibilitada de viabilizar o pagamento de suas dívidas, vendo-se diante da necessidade de promover constantes refinanciamentos das mesmas. Em tal situação, o refinanciamento das dívidas passará a ser o *fator de viabilidade precípuo* da empresa financiada, passando o credor à condição de controlador dela[110].

O impacto dos contratos de financiamento na discricionariedade dos órgãos decisórios da empresa financiada é sujeito a gradações em virtude de diversas variáveis, tais como a relevância quantitativa do financiamento, as garantias constituídas e as prerrogativas de ingerência que o financiador terá sobre a gestão da empresa financiada (denominadas *covenants* contratuais)[111], direcionadas notadamente a evitar a ocorrência de movimentos patrimoniais que comprometam a satisfação do crédito concedido[112].

O exercício de controle externo por credores de sociedades em situação de insolvência empresarial vem sendo objeto de extensos estudos pela doutrina estrangeira, em particular nos Estados Unidos, em razão da influência exercida por credores na governança das sociedades empresárias por meio da inclusão de *covenants* em contratos de financiamento, que conferem ao credor direito de veto em determinadas matérias e poder de influenciar as decisões da empresa em outras[113].

Buscaremos a seguir sintetizar os principais mecanismos de exercício de influência utilizados pelos agentes financiadores por meio da estipulação dos *covenants* nos contratos

---

[110] MACEDO, op. cit., p. 167.

[111] O termo em inglês *covenants* é utilizado nesta dissertação em virtude da ausência de um termo correspondente em língua portuguesa para designar o conjunto de cláusulas contratuais elaboradas para proteção dos interesses dos credores, contendo estipulações afirmativas e negativas de atos que devem e não devem ser praticados pela parte contratante, cf. definição constante do *Dictionary of Finance and Investment Terms*: "***COVENANT****. promise in a trust indenture or other formal debt agreement that certain acts will be performed and others refrained from. Designed to protect the lender's interest, covenants cover such matters as working capital, debt-equity ratios, and dividend payments. Also called restrictive covenant or protective covenant*" (DOWNES; GOODMAN, op. cit., p. 116).

[112] MACEDO, op. cit., p. 163.

[113] Diversos estudos foram desenvolvidos por doutrinadores nesta área nos Estados Unidos nas últimas décadas. Como principais expoentes, podemos citar Stuart Gilson, George Triantis, Douglas Baird, Robert Rasmussen, Barry Adler, David Skeel, Greg Nini, Kenneth Ayotte, Edward Morrison e Frederick Tung. Não identificamos estudos desenvolvidos pela doutrina brasileira a respeito da influência dos credores na condução da empresa por meio da utilização de *covenants* contratuais. Não obstante, entendemos que, em razão da padronização dos instrumentos de dívida e internacionalização dos credores, os *covenants* contratuais analisados pelos autores estrangeiros em muito se assemelham àqueles identificados nos contratos celebrados no Brasil, de modo que as conclusões dos autores estrangeiros no que diz respeito ao exercício de influência por credores por meio dos *covenants* contratuais são aplicáveis também ao contexto contratual brasileiro.

de financiamento, e apontar em que medida essa influência pode se converter no efetivo exercício de controle externo por parte do agente financiador, ou seja, na utilização de suas prerrogativas contratuais para efetivamente ditar o rumo da atividade empresarial.

Contratos de financiamento contêm *covenants* positivos e negativos que restringem, em maior ou menor grau, a discricionariedade do controlador na condução da atividade empresarial, podendo conferir ao agente financiador direitos de veto sobre determinados atos (tais como distribuição de dividendos, realização de fusões e aquisições, substituição de administradores) ou impor limites nas despesas, contratação de novas dívidas e venda de ativos, tornando mais difícil a elevação do risco de crédito ou a diminuição do nível de cobertura da dívida[114].

Assim, o objetivo primário da estipulação de *covenants* é garantir que não haverá alterações nas condições originais do negócio para o qual o empréstimo foi concedido sem o consentimento do financiador. Este analisou o perfil de risco para o qual aceitou conceder o financiamento e deseja se assegurar de que, se aqueles que controlam a empresa desejarem praticar atos que podem alterar esse perfil, estará confortável com tais mudanças[115].

Além de alterações no perfil de risco da empresa, *covenants* buscam mitigar os conflitos de interesses existentes entre titulares do capital social e credores. Tais conflitos decorrem principalmente do fato de que, quando os sócios (que, como vimos, são os *residual claimants* da empresa) devem compartilhar os resultados da atividade empresarial com investidores de *fixed claims*, possuem incentivos para praticar ações direcionadas a maximizar seu retorno próprio, mesmo que tais ações tragam maiores riscos para o cumprimento das obrigações perante os demais investidores[116].

---

[114] GILSON, Stuart C. Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence. **Washington University Law Review**, v. 72, p. 1005-1025, 1994, p. 1010.

[115] Nesse sentido, Robert Rasmussen: "*The lenders, at the time they extended credit to the borrower, understood the business to which they were loaning money. They know the risks that they were taking* […]. *On the other hand, there was always the chance that managers could change the risk profile of the company. For this reason, the lenders wanted to make sure that the business did not make fundamental changes without their consent*" (RASMUSSEN, Robert K. Taking Control Rights Seriously. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 166, p. 1749-1776, 2018, p. 1759).

[116] Ibid.

Clifford W. Smith e Jerold B. Warner, ao analisarem os riscos assumidos pelos financiadores e como os *covenants* podem atuar na mitigação de tais riscos, mencionam quatro principais fontes do conflito de interesses entre sócios e credores: pagamento de dividendos (*dividends payment*), diluição de créditos (*claim dilution*), substituição de ativos (*asset substitution*) e subinvestimento (*underinvestment*)[117].

O pagamento de dividendos pode ser considerado a forma mais rápida de se aumentar o risco de inadimplência[118]. Clifford W. Smith e Jerold B. Warner, citando Fischer Black, mencionam que não há maneira mais fácil para uma empresa escapar do ônus de uma dívida do que distribuir todos os seus ativos na forma de dividendos e deixar os credores com uma casca vazia[119].

Assim, uma preocupação dos credores é se assegurar de que todo o caixa livre não será distribuído aos sócios na forma de dividendos em vez de ser reinvestido na empresa ou direcionado ao pagamento dos credores. Com efeito, um dos principais *covenants* em contratos de financiamento é justamente o que limita (ou até mesmo proíbe) a distribuição de dividendos aos sócios antes do pagamento integral do empréstimo[120].

A diluição de créditos ocorre quando a empresa assume novas dívidas, em igual ou superior senioridade, diluindo o valor do crédito preexistente em relação ao valor total dos ativos da empresa. A diluição dos créditos pode prejudicar o pagamento dos créditos preexistentes, já que novos credores deverão também ser pagos com os ativos da empresa, podendo não restar ativos suficientes para o pagamento da integralidade do passivo[121].

A substituição de ativos, por sua vez, ocorre quando projetos de baixo risco são substituídos por outros de maior risco, que, caso bem-sucedidos, podem trazer maiores retornos financeiros aos sócios, os quais se apropriarão do excedente gerado depois do pagamento dos *fixed claims*. Por outro lado, caso sejam malsucedidos, podem resultar em

---

[117] SMITH, Clifford W.; WARNER, Jerold B. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. **Journal of Financial Economics**, v. 7, p. 117-161, 1979, p. 118.
[118] Op. cit., p. 1760.
[119] SMITH; WARNER, op. cit., p. 117.
[120] RASMUSSEN, op. cit., p. 1760.
[121] Ibid.

uma perda significativa de recursos que seriam utilizados para a satisfação dos créditos, gerando prejuízos aos credores[122].

Já o subinvestimento se relaciona à falta de incentivos para que os controladores engajem a empresa em novos investimentos de baixo risco, visto que os benefícios gerados seriam apropriados em grande parte pelos credores, resultando em um retorno insuficiente aos sócios[123].

Diferentes *covenants* foram elaborados para se evitar alterações no risco do crédito e mitigar os riscos de pagamento de dividendos, diluição de créditos, substituição de ativos e subinvestimento. Frederick Tung divide os *covenants* em três grupos: *(i) covenants* de natureza financeira (*financial covenants*); *(ii)* restrições a investimentos *(investment constraints)*; e *(iii)* poder de veto em mudanças substanciais (*fundamental changes*)[124].

(i) Covenants de natureza financeira

Covenants de natureza financeira são geralmente incluídos nos contratos de financiamento na forma de índices financeiros a ser cumpridos e mantidos durante toda a duração do contrato. Esses índices se referem a restrições para contratação de novas dívidas, manutenção de valores mínimos de fluxo de caixa e de patrimônio líquido[125].

A imposição de limites para a contratação de novas dívidas, tipicamente expressada na forma de um índice máximo de endividamento ou na imposição de um valor máximo de passivo, é um instrumento importante para identificar alterações no risco do crédito e mitigar o problema de diluição de créditos[126].

A imposição de valores mínimos de fluxo de caixa é utilizada para garantir que a empresa gere recursos suficientes para o pagamento de suas dívidas. Ainda, a manutenção de um valor mínimo em caixa evita que o caixa livre seja imediatamente distribuído na

---

[122] Ibid., p. 1759.
[123] SMITH; WARNER, op. cit., p. 119.
[124] TUNG, Frederick. Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance. **57 UCLA Law Review**, v. 115, p. 115-181, 2009, p. 135-140.
[125] Ibid., p. 136-137.
[126] Ibid., p. 136.

forma de dividendos aos sócios, mitigando os problemas de pagamento de dividendos e subinvestimento[127].

O índice mínimo de patrimônio líquido, por sua vez, é utilizado sobretudo para proteger o credor no caso de superveniente liquidação da empresa, garantindo que o valor obtido com a venda dos ativos seja suficiente para satisfazer as dívidas existentes[128].

(ii) Restrições a investimentos

Covenants de restrições a investimentos impõem limitações para a aquisição de ativos, gastos de capital e realização de novos investimentos. O objetivo é evitar a realização de gastos excessivos ou investimentos em projetos mal dimensionados, que podem restringir a capacidade de pagamento do devedor, mitigando assim o risco de substituição de ativos[129].

É possível também que o contrato preveja limitações para a utilização dos recursos liberados pelo financiador, garantindo que sejam aplicados em projetos previamente aprovados e que não tragam riscos adicionais não avaliados no momento da concessão do financiamento[130].

(iii) Poder de veto em mudanças substanciais

Mudanças substanciais na atividade desenvolvida pela empresa podem alterar as premissas utilizadas pelo financiador ao conceder o empréstimo, alterando o perfil de risco. Assim, credores normalmente exigem poder de veto na realização de mudanças substanciais, tais como alteração do controle, fusões e aquisições, alteração do objeto social e alienação ou oneração de ativos importantes para a consecução da atividade empresarial.

---

[127] Sobre a mitigação do risco de *underinvestment* em razão de *covenants* contendo restrição à distribuição de dividendos, Frederick Tung afirma que "*the restriction on dividends addresses the problem of debt-induced underinvestment. Managers may shun efficient investments whose returns would be enjoyed disproportionately by creditors rather than equity holders. Dividend restrictions partially address the underinvestment problem by keeping cash in the company*". Ibid., p. 145.
[128] Ibid., p. 137.
[129] Ibid., p. 138.
[130] Ibid.

O veto em operações que impliquem alteração do perfil de risco da empresa também auxilia na mitigação do problema de substituição de ativos, impedindo que a empresa assuma projetos de maior risco que possam prejudicar o pagamento dos credores[131].

Além da previsão de *covenants*, os contratos de financiamento implementam estruturas de monitoramento capazes de gerar um fluxo contínuo de informações ao credor a respeito das operações e condições financeiras da empresa. Normalmente essas estruturas dependem de cláusulas de divulgação de informações (*disclosure*), prevendo a obrigação de fornecimento periódico de relatórios financeiros e operacionais. Esses relatórios, além de informações gerais sobre a saúde financeira e operacional da empresa, devem conter informações detalhadas sobre o cumprimento dos *covenants* estipulados contratualmente. O contrato pode também garantir acesso aos livros contábeis e documentos societários, facilitando o monitoramento pelo financiador[132].

Outro mecanismo importante de monitoramento é a prestação de serviço de administração de contas pelo agente financiador, principalmente no caso de instituições financeiras[133], permitindo o acompanhamento em tempo real do recebimento e uso do dinheiro pela empresa. Tais instrumentos permitem que o credor tenha conhecimento de toda a receita gerada pela empresa em determinado período de tempo, podendo exercer monitoramento e fiscalização de sua saúde financeira sem depender de informações disponibilizadas pela própria empresa[134].

Quando a empresa descumpre um ou mais *covenants*, o contrato confere ao credor a prerrogativa de vencer antecipadamente o financiamento e exigir o imediato pagamento do valor integral da dívida. A ameaça da declaração de vencimento antecipado é uma

---

[131] Ibid.
[132] Ibid., p. 140.
[133] A estruturação de *covenants* em contratos de financiamento e o monitoramento de seu cumprimento é realizado em grande parte por instituições financeiras e outros credores institucionais, segundo constatado por uma pesquisa empírica realizada por Stuart Gilson e Michael Vetsupyens. Segundo os autores, esse fato reflete a sofisticação financeira das instituições financeiras na elaboração de contratos complexos e a experiência em negociações desse tipo com clientes anteriores (GILSON, Creditor Control…, op. cit., p. 1021).
[134] BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 154, p. 1209-1251, 2006, p. 1229.

prerrogativa poderosa: poucas empresas são capazes de pagar tudo o que devem de imediato[135].

A declaração de vencimento antecipado, mesmo sem a execução forçada do crédito, pode trazer consequências, pois sinaliza ao mercado que o devedor se encontra em situação financeira difícil e em litígio com seus credores[136]. Além disso, a declaração de vencimento antecipado de determinado contrato pode desencadear o *cross-default* de outros contratos de financiamento, dando início a uma corrida entre os credores para a execução dos bens do devedor, o que, por sua vez, torna o início de um processo de insolvência inevitável[137].

A prerrogativa de renunciar em vez de declarar o vencimento antecipado confere ao credor grande poder de barganha: como condição à renúncia, o credor pode demandar a inclusão de *covenants* mais restritivos na renegociação da dívida, além de impor alterações na gestão da empresa e na forma de alocação dos ativos[138].

Douglas Baird e Robert Rasmussen afirmam que nem sempre o agente financiador terá incentivos e capacidade de demandar a inclusão de *covenants* muito detalhados e restritivos nos contratos de financiamento. Segundo os autores, quando a empresa devedora goza de plena saúde econômico-financeira, encontrará diversas fontes de financiamento, e a competição entre os financiadores é capaz de limitar os termos e condições que poderão demandar, resultando em contratos com menos restrições. Ademais, a elaboração e o monitoramento de contratos de financiamento com *covenants* complexos e índices financeiros detalhados são custosos. Assim, quando a empresa está saudável, intervenções e limitações excessivas não são necessárias[139].

A situação se modifica, contudo, quanto a empresa se aproxima da insolvência ou se torna insolvente. Nessas situações, os conflitos de agência entre os sócios e credores se intensificam, visto que a sociedade empresária não mais possui meios para realizar o

---

[135] RASMUSSEN, op. cit., p. 1758.
[136] BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1232.
[137] Ibid.
[138] Ibid., p. 1757-1758.
[139] Ibid., p. 1230.

pagamento pontual e integral de todos os seus *fixed claims*, inviabilizando a geração de um excedente a ser apropriado pelos sócios, titulares dos *residual claims*[140]. Aqueles no controle, nessas situações, possuem grandes incentivos para colocar seus interesses pessoais à frente dos da própria empresa[141].

Para se evitar tais riscos, George Triantis e Ronald Daniels afirmam que os *covenants* contratuais são projetados para ser violados muito antes de o devedor descumprir uma obrigação de pagamento ou se tornar insolvente, servindo como *trip wires*, ou seja, um sinal de alerta ao credor a respeito da ocorrência de uma alteração substancial nos negócios ou na situação econômico-financeira da sociedade financiada[142].

Assim, o descumprimento de um ou mais *covenants* contratuais é um sinal de alerta para que o credor conduza uma reavaliação do crédito e conclua sobre a necessidade de ajustes dos c*ovenants* e demais condições do financiamento[143]. O aumento do risco de crédito, constatado depois da violação de um *covenant*, pode resultar na intensificação da utilização de *covenants* restritivos, tanto no âmbito da renegociação do instrumento de dívida quanto em novos contratos, principalmente no que se refere às restrições para realização de novos investimentos e distribuição de *dividendos*, além de resultar em um monitoramento mais intenso por parte do agente financiador, conforme aponta o resultado da pesquisa empírica realizada por Greg Nini, David Smith e Amir Sufi:

> *Creditors are more likely to impose capital expenditure restriction as a borrower's credit quality as other contractual terms, such as interest rates, collateral requirements or the use of financial covenants* […] *we find that creditors are more likely to limit firm investment in response to increases in the*

---

[140] Nesse sentido, Stephen M. Mainbridge: "[*a*]*lthough this discrepancy in risk preference is present even in solvent corporations, it becomes especially pronounced when the corporation is insolvent or in the vicinity of insolvency* […]. *Because the corporation is on the edge of a liquidation or reorganization in which the shareholders are likely to receive neither a return on their investment nor, more importantly, the return of their investment, they now have an incentive to cause the corporation to engage in particularly high-risk ventures. If the venture pays off with substantial return, they may be able to recoup at least their initial investment in the corporation. If the venture fails, they have lost nothing. Creditors thus bear the entire risk associated with such ventures*" (BAINBRIDGE, op. cit., p. 357). Apesar do aumento do risco, Stephen M. Bainbridge argumenta que os credores podem se proteger *ex ante* por meio da inclusão de *covenants* restritivos em seus contratos e, nos casos das sociedades em que os acionistas exercem efetivamente o controle (ou seja, na presença de um sócio controlador), os credores podem adicionalmente mitigar os riscos mediante a negociação de outorga de garantias pessoais dos acionistas às dívidas da empresa (Ibid., p. 358).

[141] BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1231.

[142] TRIANTIS, George G.; DANIELS, Ronald J. The Role of Debt in Interactive Corporate Governance. **California Law Review**, v. 83, p. 1073-1113, 1995, p. 1093.

[143] TUNG, op. cit., p. 152.

> *borrower's credit risk, as measured by the firm's ratio of debt to cash flow and credit rating*[144].

E também nos resultados da pesquisa empírica conduzida por Joshua Rauh e Amir Sufi:

> *For both the random sample and fallen angels sample, there is a sharp increase in covenant usage in bank debt as credit quality deteriorates. The increase is most sharp for capital-expenditure restrictions and dividend restrictions* […]. *The evidence shows that bank monitoring is substantially stronger for firms of weaker credit quality*[145].

Essas pesquisas empíricas realizadas nos Estados Unidos apontam para uma correspondência entre a deterioração da saúde financeira da empresa e uma maior influência exercida pelos credores na condução da atividade empresarial, mediante a intensificação do uso dos *covenants* e do monitoramento. Ainda, outros estudos conduzidos por Stuart C. Gilson indicam que os credores frequentemente implementam alterações na composição dos membros da administração da empresa com dificuldades financeiras[146].

Servindo-nos dos elementos indicados por Carlo Pasteris para configuração do exercício de controle externo analisados no item 1.2.2., a utilização – ou melhor, a possibilidade de utilização – de prerrogativas contratuais por determinado credor ou grupo de credores para impor sua vontade aos órgãos internos da sociedade devedora pode caracterizar o exercício de controle externo, desde que: *(i)* a cessação da relação contratual com o credor implique graves prejuízos econômicos à devedora, que não terá outra opção além de se sujeitar à influência do credor; *(ii)* a influência exercida pelo credor não se aplique apenas a determinados atos isolados de gestão, mas envolva toda a atividade exercida pela devedora; e *(iii)* a influência seja exercida de modo estável e contínuo.

---

[144] NINI, Greg; SMITH, David C.; SUFI, Amir. Creditor Control Rights and Firm Investment Policy. **Journal of Financial Economics**, v. 92, p. 400-420, 2009; Stuart Gilson e Michael Vetsuypens também concluíram em suas pesquisas que "[*i*]*n the large majority of samples firms that restructured their debt out of court, creditors also indirectly influenced corporate policies through the imposition of highly restrictive covenants in renegotiated lending agreements*" (GILSON, Creditor Control…, op. cit., p. 1024).

[145] RAUH, Joshua D.; SUFI, Amir. Capital Structure and Debt Structure. **The Review of Financial Studies**. v. 23, p. 4242-4280, 2010.

[146] O estudo analisou 381 companhias abertas estadunidenses que tiveram queda acentuada no preço de suas ações, e identificou que há uma probabilidade de 52% na alteração de membros sêniores da administração no período de um ano em que a empresa está em processo de insolvência ou reestruturando suas dívidas de forma privada. (GILSON, Stuart C. Management Turnover and Financial Distress. **Journal of Financial Economics**, v. 25, p. 241-262, 1989).

Conforme será objeto de estudo no Capítulo 4 desta dissertação, credores podem utilizar tais prerrogativas nas situações de insolvência empresarial como mecanismo para exercer, de fato, o controle sobre a empresa insolvente, ditando mudanças substanciais na gestão dos negócios da empresa em crise, impondo a substituição de seus administradores, alterações no plano de negócios e reorganizações de sua estrutura de capital.

2. A CONSTATAÇÃO DAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA E AS MEDIDAS DE SANEAMENTO PREVISTAS NO DIREITO BRASILEIRO

2.1. CARACTERIZAÇÃO DO ESTADO DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL

2.1.1. Concepção tradicional: inadimplemento, insolvência e insolvabilidade

Fábio Konder Comparato divide a doutrina para a caracterização do estado de insolvência empresarial em clássica e moderna[147]. De acordo com o autor, a doutrina clássica tem uma noção estática da insolvência, caracterizando-a em razão da insuficiência de ativos para fazer frente ao passivo do devedor – o que é conhecido como déficit patrimonial.

A noção de déficit patrimonial para caracterização da insolvência do devedor teve sua origem no direito romano, na fase da *extraordinaria cognitio* do procedimento da *bonorum distractio*, em que se passou a arrecadar apenas os bens do devedor que fossem suficientes para a satisfação do débito existente com seus credores, em contraposição ao procedimento até então existente – aquele da *bonorum venditio* –, no qual ocorria a arrecadação da totalidade do patrimônio do devedor e a transferência de sua posse aos credores[148]. Dessa forma, no âmbito do procedimento da *bonorum distractio*, apenas se procedia à arrecadação e transferência da integralidade dos ativos aos credores caso se provasse a insuficiência de bens do devedor para fazer frente às dívidas existentes[149].

O conceito de insuficiência patrimonial para a caracterização da insolvência foi mantido durante o período medieval: caso o devedor possuísse ativos suficientes para o pagamento do passivo existente (devedor *in bonis*), procedia-se à execução patrimonial, mediante ajuizamento de uma das diversas *missiones in possessionem*. Por outro lado, caso

---

[147] COMPARATO, Fábio Konder. **O seguro de crédito. Estudo jurídico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 42.

[148] Em síntese, no procedimento da *bonorum venditio*, todo o patrimônio do sujeito passivo era arrecadado a pedido de um ou mais credores, aos quais se conferia a posse dos bens até que fosse possível a venda a quem oferecesse pagar a maior porcentagem das dívidas. Durante o processo executivo, a administração dos bens era conferida ao *curator bonorum*, o qual atuava como guardião dos bens até sua venda a terceiros. Para maiores detalhes sobre o procedimento da *bonorum venditio* no direito romano, ver BONFANTE, Pietro. **Istituzioni di Diritto Romano**. 10.ed. Milano: A. Giuffrè, 1987.

[149] COMPARATO, **O seguro de crédito**, op. cit., p. 43.

fosse constatada a existência de déficit patrimonial, abria-se a execução corporal do devedor insolvente[150].

A caracterização da insolvência como déficit patrimonial passou a ser questionada com a promulgação do *Code de Commerce* francês de 1807, o qual trouxe como pressuposto da falência a cessação de pagamentos, deixando de exigir propriamente a existência de um déficit patrimonial para a decretação da falência do devedor. O sistema de cessação de pagamentos, em linhas gerais, permite, por um dado objetivo (o descumprimento da obrigação pelo devedor), concluir pela insolvência, sem que haja a necessidade de uma análise aprofundada do patrimônio do devedor para reconhecimento da existência do déficit patrimonial[151].

Conforme a classificação proposta por Comparato, a concepção moderna da insolvência exige apenas o inadimplemento para sua caracterização[152]. Contudo, nem todo inadimplemento caracteriza a insolvência, mas apenas o "inadimplemento qualificado pela falta de razão de direito"[153]. Em outras palavras, é insolvente aquele que deixa de pagar suas obrigações sem relevantes motivos jurídicos. Aquele que deixa de solver uma obrigação tendo sérias razões jurídicas para fazê-lo (como nos casos de exceção de contrato não cumprido ou em que há dúvida sobre o valor da dívida) não é insolvente.

Comparato ainda diferencia o conceito de insolvência daquele de insolvabilidade: enquanto o insolvente não cumpre determinada obrigação sem relevante razão de direito, o insolvável deixa de adimplir porque a situação econômica de seu patrimônio torna impossível a prestação devida, relacionando-se, portanto, o conceito de insolvabilidade àquele de crise econômica do devedor[154].

---

[150] Sobre a insolvência como pressuposto da falência no direito medieval, ver SANTARELLI, Umberto. **Per la Storia del Fallimento nelle Legislazioni Italiane dell'Età Intermedia**. Padova: Dott. Antonio Milani, 1964.

[151] Este é o sistema ainda hoje adotado pelo direito francês, tanto para o *redressement* como para a liquidação judicial, cf. *Code de Commerce*, arts. L. 631-1 e 640-1. (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Recuperação empresarial e falência, in: CARVALHOSA, Modesto (Org.). **Tratado de direito empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, v. V, p. 35.)

[152] COMPARATO, **O seguro de crédito**, op. cit., p. 46.

[153] Ibid., p. 47.

[154] Com relação ao conceito de insolvabilidade, é importante mencionar que, para Comparato, esta pode decorrer de uma insuficiência patrimonial (concepção clássica da insolvência), ou da falta de meios líquidos para solver a obrigação no prazo estabelecido, tratando-se a primeira hipótese de uma impossibilidade

Diferentes ordenamentos jurídicos se utilizam de um ou mais critérios para aferição da insolvência do devedor para fins de abertura de processos concursais[155]. O ordenamento brasileiro se utiliza de três desses critérios. Enquanto o Código de Processo Civil adotou o sistema do estado patrimonial deficitário para caracterizar a insolvência civil, a LRE faz referência a dois sistemas em seu artigo 94 para a decretação da falência: o sistema da impontualidade, previsto em seu inciso primeiro, e o da presunção em caso de prática de determinados atos enumerados em seu inciso terceiro (os chamados *atos de falência*)[156].

Contudo, a insolvência não é pressuposto para o ajuizamento de processos de recuperação judicial e extrajudicial no direito brasileiro, visto que eles possibilitam que o devedor possa antever a crise e tomar medidas saneadoras antes que a insolvência seja consumada[157].

No direito francês, o critério utilizado tanto para o *redressement* como para a liquidação judicial é a cessação de pagamentos (arts. 631-1 e 640-1 do Código de Comércio). Já no direito italiano, a *Legge Fallimentare* estabelecia como pressuposto da falência o estado de insolvência, caracterizado quando o devedor não é capaz de satisfazer regularmente suas obrigações (art. 5º da *Legge Fallimentare*) e, para o ajuizamento do *concordato preventivo*, o estado de crise, sem, contudo, defini-lo (art. 160 da *Legge Fallimentare*).

O *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* promulgado em 10 de janeiro de 2019 reforma o direito concursal italiano e substitui a *Legge Fallimentare*[158]. Apesar de

---

definitiva do cumprimento da obrigação, e a segunda não (COMPARATO, **O seguro de crédito**, op. cit., p. 47). Já Paulo F. C. Salles de Toledo e Adriana V. Pugliesi entendem que seria preferível limitar a utilização do termo insolvabilidade para aquelas situações em que a impossibilidade de solver as obrigações decorre de um déficit patrimonial, sendo de ordem econômica, e não somente de liquidez, a crise suportada pelo devedor (TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 34).

[155] Rubens Requião, ao analisar o tema, faz menção a quatro sistemas normativos utilizando-se de critérios distintos para caracterização da insolvência, como pressuposto da falência do devedor: (a) estado patrimonial deficitário; (b) cessação de pagamentos; (c) impontualidade; e (d) presunção em face de atos enumerados em lei (REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito falimentar**. 17.ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 65).

[156] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 35.

[157] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na recuperação judicial e na falência**. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 33.

[158] O *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* entra em vigor oito meses depois da data de sua publicação, nos termos de seu artigo 389, ou seja, em 15 de agosto de 2020.

eliminar a expressão *fallimento* para utilizar expressão com menor conotação negativa (*liquidazione giudiziale*), manteve os mesmos pressupostos objetivos, ou seja, a caracterização da insolvência para o ajuizamento da *liquidazione giudiziale* e da crise para o *concordato preventivo*. Não obstante, o novo código traz uma definição precisa de crise, abrangendo as dificuldades econômico-financeiras do devedor que tornam provável a caracterização da insolvência[159].

2.1.2. Concepções atuais: a crise de empresas e sua reversibilidade ou irreversibilidade

Segundo Paulo F. C. Salles de Toledo e Adriana V. Pugliesi, atualmente é preferível utilizar a expressão *crise de empresas* para designar, de forma ampla, as situações de insolvência empresarial, buscando desvincular a caracterização da insolvência do estado de falência[160]. Estando o devedor insolvente, ou insolvável, não significa que a empresa não possa reverter a situação e superar a crise.

Havendo a possibilidade de superar a crise, gerando valor excedente em benefício de todos os interessados, a liquidação (mediante um procedimento falimentar) não se mostra um caminho interessante aos *stakeholders* da empresa em crise conjuntamente considerados. A falência, portanto, estaria restrita à situação de crise econômico-financeira não reversível.

A doutrina italiana, principalmente depois da promulgação do Decreto Legislativo 270/1999, que versa sobre a administração extraordinária (*amministrazione straordinaria*) de grandes empresas, vem questionando a noção tradicional de insolvência, na medida em que o diploma legal estabelece alternativas de saneamento para empresas consideradas insolventes, desvinculando o estado de insolvência do estado de falência[161].

---

[159] Conforme definição prevista no art. 2, 1 a) do *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*: "*«crisi»: lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate*".

[160] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 36; GALGANO, Francesco. **Diritto Commerciale: l'imprenditore**. 12.ed. Bologna: Zanichelli, 2008, p. 326; ROSSI, Ricardo. **Insolvenza, Crisi di Impresa e Risanamento**. Milano: Giuffrè, 2003, p. 43.

[161] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 37.

Nesse sentido, Francesco Galgano afirma que é possível que a empresa, mesmo na constatação de desequilíbrio patrimonial, possa, enquanto dispuser de crédito nos bancos ou financiamento de entes públicos, ou reduzindo a produção e dispensando parte dos empregados, fazer face regularmente aos pagamentos, de modo que, mesmo insolvável, pode reverter a situação e superar a crise[162].

Assim, o núcleo da questão deixa de ser a constatação do estado de insolvência ou insolvabilidade da empresa (ou seja, a constatação de uma situação estática), passando-se, a partir dessa constatação, a se examinar a possibilidade de saneamento ou não, levando-se em consideração a perspectiva de reinserção da empresa no mercado em condições de competitividade, mediante a continuidade do exercício de sua atividade empresarial (situação dinâmica)[163].

Em outras palavras, faz-se necessária uma análise mais profunda e dinâmica das razões que levaram à crise empresarial e, em particular, de sua reversibilidade ou irreversibilidade, sem que se limite à verificação do déficit patrimonial ou se a empresa vem deixando de cumprir regularmente seus compromissos financeiros.

No que se refere às razões da crise, Stuart Slatter e David Lovett ensinam que a crise empresarial pode resultar das mais diversas situações, podendo situar-se exclusivamente na própria empresa (causas internas) ou ser influenciadas, em maior ou menor grau, por circunstâncias de mercado externas à empresa (causas externas)[164].

Dentre as causas internas que podem levar à crise, aponta-se má gestão, controle financeiro inadequado, custos elevados, esforço insuficiente de vendas e de marketing, grandes projetos mal dimensionados, aquisições e inércia ou confusão organizacional. Já entre as causas externas, indica-se principalmente as mudanças na demanda de determinado produto ou serviço e a concorrência, que pode ser acentuada em razão do desenvolvimento de novos produtos e tecnologias ou em razão de uma *guerra de preços*[165].

---

[162] GALGANO, op. cit., p. 326.
[163] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 39.
[164] SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Corporate Turnaround. Managing Companies in Distress**. London: Penguin Books, 1999, p. 19-21.
[165] Ibid., p. 21.

O saneamento da situação de crise, portanto, deve passar por uma análise atenta de suas causas, de modo a se identificar as ineficiências geradas que levaram à situação de crise e quais os meios a ser empregados em seu saneamento. Nesse contexto, George Triantis afirma que, nas situações em que há crise econômica, evidenciada pelo mau emprego dos ativos, o emprego de métodos para solucionar a crise financeira sem endereçar problemas de ineficiência econômica, seria como "desligar o alarme de fumaça sem investigar se e onde há um incêndio"[166].

2.2. MEDIDAS DE SANEAMENTO PREVISTAS NO DIREITO BRASILEIRO

Em linha com a concepção atual de crise de empresa e de sua reversibilidade ou irreversibilidade, a atual lei de recuperação de empresas e falências brasileira estabeleceu, além do processo de falência, os processos de recuperação judicial e de recuperação extrajudicial, destinados a viabilizar a superação da crise econômico-financeira do devedor e a preservação da empresa economicamente viável. Entendeu-se que a manutenção da empresa viável, mediante sua reestruturação e recolocação no mercado em condições de continuar a atuar em ritmo de normalidade, é fundamental ao desenvolvimento da atividade econômica[167].

É nesse sentido que o artigo 47 da LRE estabelece como objetivo primordial do processo de recuperação judicial "viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir 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".

A recuperação da empresa, contudo, deve ser buscada apenas nas hipóteses em que a empresa se demonstre *economicamente viável*. Nas situações em que não houver indícios

---

[166] Tradução livre do original: "*Resolving the financial distress without addressing these efficiency concerns is as dangerous as turning off a smoke alarm without determining whether or where there is a fire*" (TRIANTIS, George G. The Interplay Between Liquidation and Reorganization in bankruptcy: The Role of Screens, Gatekeepers and Guillotines. **International Review of Law and Economics**, v. 16, p. 101-119, 1996, p. 107).

[167] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 172.

de viabilidade, sua eficaz e célere liquidação, por meio do processo de falência, é o melhor caminho a ser seguido[168].

A lei brasileira, contudo, não contém uma definição do que seja *viabilidade*. Conforme sustentam Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli, a aferição da viabilidade da empresa cabe ao conjunto de credores em cada caso concreto, mediante a análise dos termos do plano de recuperação proposto pelo devedor contendo os meios que pretende empregar na superação da crise[169]. Caso o devedor consiga demonstrar sua viabilidade, os credores aprovarão a medida proposta e será concedida a recuperação. Por outro lado, caso os credores entendam que a empresa devedora não é viável, eles tenderão a preferir a liquidação da empresa à sua recuperação, o que se dará por meio do processo falimentar[170].

Adriana V. Pugliesi afirma que a opção pela recuperação ou pela falência se relaciona, sobretudo, à *confiança* depositada pelos credores na capacidade do devedor (por meio de seus controladores e administradores) de propor e implementar um plano de recuperação que preveja condições reais de viabilizar a superação da crise econômico-financeira, o pagamento de seu credores e a continuidade de sua atividade econômica em condições competitivas[171].

---

[168] Nesse sentido: CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 206-208; SZTAJN, Rachel. Da recuperação judicial, in: SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Orgs.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 221.

[169] Nesse sentido, Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli afirmam que "[n]a literatura relativa à recuperação judicial, parece convergir para o consenso que a recuperação judicial serve para recuperar empresas economicamente viáveis. Uma empresa viável, mas que está em crise e que possui vários credores, pode enfrentar sérias dificuldades para evitar que os seus credores, em execuções singulares, acabem por conduzir a uma liquidação dos ativos da empresa, em prejuízo ao seu valor de *going concern*. Aqui, competirá ao direito concursal evitar a dissipação desse valor, viabilizando a preservação da empresa. Conquanto haja praticamente um consenso teórico sobre esse aspecto, muitas vezes não é fácil distinguir, no caso concreto, quais são as empresas viáveis e quais não são. Por esse motivo, a avaliação da viabilidade econômica da empresa será realizada pelo conjunto de credores, que cuidarão de negociar um plano de recuperação da empresa devedora. Caso os credores entendam que a empresa devedora não é viável, eles tenderão a preferir a liquidação da empresa à sua recuperação." (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas.** 2ª ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 228).

[170] No processo de recuperação judicial, a não aprovação do plano acarreta a decretação da falência (art. 56, §4º da LRE). A não homologação do plano de recuperação extrajudicial, por outro lado, não leva à convolação em falência, mas tão somente ao encerramento do processo, com a possibilidade de apresentação de um novo pedido de recuperação.

[171] GARDINO, Adriana Valéria Pugliesi. **A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?** Tese (Doutorado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, p. 251.

Essa confiança desdobra-se em um *aspecto subjetivo*, relacionado ao comportamento do devedor, representado por seus administradores, principalmente na transparência das informações prestadas a respeito do cenário da crise, suas causas e a fotografia real de sua situação econômico-financeira, com também em um *aspecto objetivo*, de viabilidade do negócio e do cumprimento das medidas de saneamento propostas para superação da crise e satisfação dos credores[172].

Além dos processos formais de insolvência mencionados anteriormente, há a possibilidade de celebração de reestruturações privadas de dívidas, fora de um contexto judicial. O artigo 167 da LRE deixa claro esse ponto, ao prever que "o disposto neste Capítulo não implica impossibilidade de realização de outras modalidades de acordo privado entre o devedor e seus credores".

Feita essa breve introdução, passaremos a analisar as linhas gerais de cada uma das medidas de saneamento previstas no direito concursal brasileiro. No próximo capítulo, serão abordadas em maiores detalhes as características específicas de cada procedimento, com o objetivo de se analisar os impactos no poder de controle em cada um dos cenários.

2.2.1. Recuperação judicial

A recuperação judicial é um processo judicial destinado à superação da crise econômico-financeira de empresas economicamente viáveis.

Sujeitam-se à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, com exceção de determinados créditos, tais como os de natureza fiscal e aqueles excetuados pelos §§3º e 4º do artigo 49 da LRE, ou seja, os chamados credores proprietários[173] e os decorrentes de operações de adiantamentos a contratos de câmbio para exportação (ACCs).

---

[172] Ibid., p. 252.

[173] Trata-se dos credores que, nos termos do artigo 49, §3º da LRE, são titulares 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.

Poderá pleitear a recuperação judicial o empresário ou a sociedade empresária que atenda aos requisitos do artigo 48. Instruído o pedido com os documentos previstos no artigo 51, o juiz deferirá o processamento do pedido de recuperação judicial e: *(i)* nomeará um administrador judicial para fiscalizar as atividades do devedor durante o processo; *(ii)* suspenderá as ações e execuções em curso contra o devedor pelo prazo de 180 dias (*stay period*), ressalvadas as execuções de créditos ilíquidos e dos créditos excluídos da recuperação indicados acima; e (*iii*) ordenará a apresentação do plano de recuperação pelo devedor no prazo de sessenta dias.

Qualquer credor poderá apresentar objeções ao plano proposto pelo devedor, hipótese em que será convocada uma assembleia de credores para deliberar sobre a aprovação ou rejeição do plano (artigo 56).

A aprovação do plano, seja ela tácita ou formalizada pela assembleia geral de credores, implicará a homologação judicial do plano, caso este não contenha ilegalidades. Ainda, na hipótese de o plano não obter a aprovação em todas as classes de credores, o juiz poderá homologar o plano por *cram down*, caso estejam presentes os requisitos previstos no artigo 58, §§ 1º e 2º.

Homologado o plano, o devedor permanece em recuperação judicial, sob fiscalização do administrador judicial e do juízo, até que se cumpram todas as obrigações previstas no plano que se vencerem nos dois anos seguintes à concessão da recuperação judicial (artigo 61). Por outro lado, caso rejeitado o plano, e na impossibilidade de sua homologação por *cram down*, o juiz decretará a falência do devedor (artigo 56, §4º).

2.2.2. Recuperação extrajudicial

A recuperação extrajudicial é um processo formal para a obtenção da homologação judicial de um acordo previamente celebrado entre o devedor e determinados credores. Conforme descrito por Francisco Satiro, encontra-se no espaço existente entre a recuperação judicial (que atinge maior número de credores e acarreta um sem-número de

efeitos) e o acordo simples ou *workout agreement* (que só gera efeitos contratuais ordinários quanto aos contratantes)[174].

Assim, a recuperação extrajudicial é indicada para crises menos complexas, que não exijam reformas societárias ou operações de grande complexidade, ou, ainda, que envolvam situações de profunda iliquidez ou insolvabilidade[175]. A recuperação extrajudicial também pode ser utilizada em situações cujas circunstâncias se adequam melhor à solução da recuperação extrajudicial, como nos casos de o endividamento envolver um grupo específico de credores ou como meio para implementar uma solução negociada com a maioria de seus credores[176].

De fato, a recuperação extrajudicial não sujeita todos os créditos existentes na data do pedido, como ocorre na recuperação judicial. Além dos créditos excluídos da recuperação judicial, a recuperação extrajudicial também não vincula créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidente de trabalho (artigo 161, §1º). Ainda, é possível que o plano preveja a reestruturação de apenas um ou mais grupos ou espécies de credores de mesma natureza e sujeitos a semelhantes condições de pagamento, não havendo a necessidade de reestruturação de todo o passivo (artigo 163, §1º).

A LRE estabelece duas modalidades de recuperação extrajudicial. O primeira, denominada de *meramente homologatória*, vincula somente seus signatários nos termos do quanto foi contratado e observadas as restrições legais. A segunda, conhecida como *impositiva*, diferencia-se da anterior por vincular todos os créditos abrangidos pelo plano, desde que conte com a aprovação de pelo menos três quintos dos credores de cada um dos grupos ou espécies previstas no plano (artigo 163)[177].

---

[174] SATIRO, Francisco, Da recuperação extrajudicial, in: SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Orgs.), **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 524.
[175] Ibid.
[176] Exemplo disso é o caso da recuperação extrajudicial do Grupo MBAC, que será analisado no item 4.5.2. Apesar de apresentar um alto nível de endividamento (cerca de 1 bilhão de reais), a recuperação extrajudicial se mostrou o instrumento mais adequado para possibilitar a implementação de um acordo com seus principais credores para a reestruturação da dívida, que envolveu conversão de relevante parte da dívida em capital.
[177] PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Da recuperação extrajudicial, in: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Org.). **Direito falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 569-571.

As mesmas pessoas aptas a requerer a recuperação judicial poderão pleitear a homologação do plano de recuperação extrajudicial. Uma vez apresentado o pedido, os credores poderão apresentar impugnações ao plano no prazo de trinta dias, as quais serão apreciadas pelo juiz ao proferir a decisão acerca da homologação ou não do plano (artigo 164, §5º). Diferentemente da recuperação judicial, a homologação do plano de recuperação extrajudicial acarreta o encerramento do processo, não havendo a necessidade de permanência sob supervisão judicial por mais dois anos. Além disso, a não homologação do plano não leva à convolação em falência, podendo o devedor ajuizar novo pedido de recuperação extrajudicial ou até mesmo um pedido de recuperação judicial (artigo 164, §8º).

Verifica-se, portanto, que se trata de um procedimento com o objetivo de viabilizar a homologação judicial de acordos celebrados pelo devedor com seus credores, oferecendo um meio mais simplificado e célere de solucionar aspectos críticos pontuais da empresa[178].

2.2.3. Falência

A falência é o regime jurídico previsto no ordenamento brasileiro destinado à liquidação do patrimônio dos empresários e sociedades empresárias em situação de crise econômico-financeira irreversível, tendo como objetivo eliminar do mercado o agente econômico inviável, fornecer proteção aos credores por meio da melhor repartição possível do patrimônio do falido e tutelar o crédito, indispensável para uma economia de mercado[179].

Paulo F. Campos S. de Toledo e Adriana V. Pugliesi afirmam que, mesmo a falência sendo destinada à liquidação de empresas inviáveis, ainda se pode pensar em dar utilização produtiva aos bens do devedor. Os ativos poderão ser alienados em seu conjunto e ser empregados no exercício da atividade empresarial, dando seguimento ao antigo negócio antes desempenhado pelo devedor, preservando-se a empresa, entendida em seu perfil

[178] DIAS, op. cit., p. 72.
[179] SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005.** 2 ed. São Paulo: Almedina, 2017, p. 491.

objetivo, isto é, como um complexo de bens destinado ao exercício da atividade empresarial[180].

De fato, o texto do artigo 75 da LRE prevê que a falência "visa a preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa". Ainda, seu artigo 140 estabelece uma ordem de prioridade para a alienação dos ativos, dando preferência à alienação da empresa, com a venda de seus estabelecimentos em bloco, possibilitando a preservação das sinergias existentes entre os ativos e a maximização do valor da venda, o que se convencionou chamar de *going concern value*[181].

A falência pode ser requerida por credores que preencham os requisitos estabelecidos no artigo 94 da lei, ou pelo próprio devedor, a chamada *autofalência*.

Como vimos, os requisitos para requerimento da falência pelo credor são aqueles da impontualidade, ou seja, quando o devedor, sem relevante razão de direito, não paga no vencimento uma obrigação líquida cuja soma ultrapasse quarenta salários mínimos, além da execução frustrada e os chamados *atos de falência*, que sinalizam a desagregação do negócio, apontando potencial ou real insolvência[182].

Uma vez decretada a falência do devedor, o empresário falido ou sociedade empresária falida fica inabilitado para o exercício de atividades empresariais[183] e seus sócios e administradores são afastados da condução do negócio[184], sendo nomeado um administrador judicial que passará a administrar a falência, com a finalidade de liquidar o ativo e realizar o pagamento dos credores, na ordem de prioridade prevista no artigo 83 da LRE, o qual prevê a preferência para o pagamento dos credores trabalhistas, até o limite de 150 salários mínimos, dos credores com garantia real, até o limite do valor do bem gravado, e do fisco.

---

[180] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 47.
[181] op. cit., p. 841.
[182] Ibid., p. 512.
[183] Cf. art. 102 da LRE.
[184] Cf. art. 103 da LRE.

Concluída a realização de todo o ativo e distribuído o produto entre os credores, o administrador judicial apresentará suas contas ao juiz[185] e o relatório final da falência[186], que, em caso de aprovação, acarretará o encerramento do processo de falência[187].

A sentença de encerramento da falência põe fim ao procedimento falimentar, mas não às obrigações do falido, que permanecem até a ocorrência de uma das hipóteses de extinção das obrigações previstas no artigo 158 da LRE, quais sejam: *(i)* o pagamento de todos os créditos; *(ii)* o pagamento de mais de 50% dos créditos quirografários; *(iii)* o decurso do prazo de cinco anos, contado do encerramento da falência, se o falido não tiver sido condenado por prática de crime falimentar; ou *(iv)* o decurso do prazo de dez anos, contado do encerramento da falência, se o falido tiver sido condenado por prática de crime falimentar.

A sentença de extinção das obrigações do falido encerra o período de inabilitação do empresário falido ou da sociedade empresária falida para o exercício de atividades empresariais. Assim, depois do trânsito em julgado da sentença de extinção das obrigações, e não havendo condenação por crime falimentar, o falido estará reabilitado, podendo voltar a atuar no mercado[188].

[185] Cf. art. 154 da LRE.
[186] Cf. art. 155 da LRE.
[187] Cf. art. 156 da LRE.
[188] SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 913.

3. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE EM PROCESSOS FORMAIS DE INSOLVÊNCIA

3.1. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE NO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL

O legislador brasileiro optou pela manutenção, via de regra, dos administradores eleitos pelos sócios na condução da atividade empresarial durante o processo de recuperação judicial, sob fiscalização do administrador judicial e do comitê de credores (se houver), conforme dispõe o *caput* do artigo 64 da LRE.

Contudo, diante das regras previstas na LRE, o poder geral do sócio controlador de dar a destinação dos bens sociais fica condicionado à aprovação dos credores, mediante a deliberação sobre o plano de recuperação judicial proposto pela sociedade devedora – e indiretamente, por seu controlador – prevendo os meios a ser empregados na superação da crise.

Além disso, a lei permite, em determinadas hipóteses, o afastamento do devedor ou de seus administradores da condução da empresa, hipótese em que poderá ser nomeado um gestor judicial que passará a gerir a sociedade em recuperação judicial, constatando-se uma efetiva ruptura do modelo tradicional de controle societário previsto na Lei das S.A., na medida em que, embora o sócio controlador retenha o poder de eleger a maioria dos administradores durante o processo de recuperação judicial, pode vê-los destituídos a requerimento dos credores.

É nesse sentido que Haroldo M. D. Verçosa afirma que, se por um lado o sócio controlador permanece com a titularidade das ações ou quotas que lhe outorgam o *status* correspondente e os órgãos normais da sociedade permanecem em funcionamento, passam a se sujeitar a um novo regime de atuação, em que passam a atuar de forma limitada e condicionada aos termos previstos no plano de recuperação e à competência do

administrador judicial, da assembleia de credores e do gestor judicial, conforme o caso concreto[189].

Assim, a partir do ajuizamento do pedido de recuperação judicial[190], pode-se afirmar que se verifica uma perda relativa de poder por parte do sócio controlador, em contraposição a um aumento de poder dos credores, especialmente em razão de a lei conferir a estes a importante decisão acerca da aprovação do plano de recuperação judicial, cuja rejeição pode levar à decretação da falência da sociedade empresária[191].

Busca-se no presente capítulo investigar em que medida o poder do sócio controlador é impactado nos processos de recuperação judicial em razão das disposições da LRE, investigando-se inicialmente as prerrogativas do sócio controlador que são mantidas durante o processo de recuperação judicial e, em seguida, as limitações impostas pela LRE ao exercício do controle societário.

3.1.1. As prerrogativas do sócio controlador no processo de recuperação judicial

Antes de analisar as prerrogativas conferidas ao sócio controlador no âmbito do processo de recuperação judicial, é importante tecer algumas considerações gerais a respeito de sua caracterização pela LRE.

No que tange ao processo de recuperação judicial, a lei dedica poucos artigos para tratar especificamente da participação do sócio controlador no processo. Nesse sentido, pode-se citar o artigo 43, que proíbe o exercício de direito de voto (não apenas pelo sócio controlador, mas por qualquer sócio da sociedade em recuperação judicial) nas assembleias

---

[189] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. O status jurídico do controlador e dos administradores na recuperação judicial. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 143, p. 21-38, 2006, p. 30.

[190] O poder de dar a destinação dos bens sociais fica restringido a partir do momento da distribuição do pedido, na medida em que o artigo 66 da LRE proíbe a alienação ou a oneração de bens ou direitos do ativo não circulante sem a prévia autorização judicial, depois de ouvido o comitê de credores.

[191] Nesse sentido, afirma Maurício M. M. Menezes que "[a] submissão de uma companhia ao procedimento de recuperação judicial conduz, por si, à perda relativa de poder por parte do controlador" (MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça. **O poder de controle nas companhias em recuperação judicial**. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 80).

gerais de credores[192], e o artigo 50, II, que, ao prever as operações de cisão, incorporação, fusão ou transformação da sociedade como meios de recuperação, ressalva que deverão ser respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente.

Além disso, o artigo 48, IV, trata do sócio controlador ao impor como requisito para o ajuizamento do processo de recuperação judicial que este não tenha sido condenado por qualquer dos crimes falimentares previstos na lei[193], e também o artigo 51, VI, que prevê como documento essencial para instruir a petição inicial a relação de bens particulares dos sócios controladores do devedor[194].

Apesar de a LRE não prever regras específicas para participação do sócio controlador no processo de recuperação, deve-se recordar que, em razão da preponderante concentração acionária verificada nas sociedades empresárias brasileiras constatada no Capítulo 1, muitos dos atos indicados na lei a ser praticados pelo *devedor sociedade empresária* são, indiretamente, praticados pelo próprio sócio controlador, de forma que a vontade deste é manifestada pelo próprio devedor durante o processo de recuperação judicial[195].

---

[192] Sobre o tema, é importante pontuar uma crítica realizada por Sheila N. Cerezetti a respeito da proibição do direito de voto em assembleia geral de credores não apenas do sócio controlador, mas de todos os sócios da sociedade empresária. Segundo a autora, em grande parte das sociedades por ações brasileiras a administração reflete apenas os interesses do acionista controlador, de modo que os minoritários não encontrariam seus interesses protegidos no âmbito da própria sociedade e tampouco no processo de recuperação judicial, implicando sua completa exclusão das decisões que afetam a companhia. (CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 224-230).

[193] Paulo F. Campos S. de Toledo e Adriana V. Pugliesi criticam tal requisito para o ajuizamento da recuperação judicial pela sociedade devedora, visto que penaliza a empresa – que fica obstada de requerer a recuperação judicial – por ato cuja sanção deveria ser dirigida exclusivamente ao seu titular (empresário individual) ou administrador ou controlador (sociedade empresária), em clara contradição com a noção de separação entre a empresa e o empresário expostas no Relatório *Houin* (TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 178-179).

[194] A apresentação da relação de bens particulares dos controladores e administradores teria como propósito aferir, no futuro, suas eventuais responsabilidades em caso de decretação da falência, cf. art. 82 da Lei 11.101/2005 (Ibid., p. 193).

[195] Elizabeth Warren, ao tratar dos casos de reorganização de pequenas empresas nos Estados Unidos (situações em que, naquele país, se verifica uma alta concentração acionária, em contraposição às grandes sociedades de capital aberto, em que o capital é predominantemente difuso), aponta a quase sempre perfeita identificação entre a administração e os titulares do capital social, de modo que os interesses dos sócios estariam protegidos pela voz da própria sociedade. (WARREN, Elizabeth. Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World. **Michigan Law Review**, v. 92, n. 2, 1993, p. 342). Especificamente no que se refere à participação do sócio controlador no processo, Sheila N. Cerezetti, ao comentar o proibição de participação do sócio controlador nas assembleias gerais de credores, afirma que "[n]o que tange ao acionista controlador da empresa em crise, outra não poderia ser a opção da Lei de Recuperação e Falência, uma vez que ela mesma permite que o controlador permaneça na condução dos negócios do devedor durante o procedimento de recuperação judicial, consoante o art. 64. Ademais, dentro da estrutura societária brasileira essa norma faz

Assim, as prerrogativas a ser analisadas em detalhes nos subitens seguintes conferidas pela LRE ao *devedor* são, indiretamente, conferidas ao próprio sócio controlador que, mediante o exercício de seu poder de dominação, acaba por determinar a atuação do devedor durante o processo de recuperação judicial, sendo que as limitações impostas à sociedade devedora também são, indiretamente, impostas ao próprio sócio controlador.

3.1.1.1. Propositura do pedido de recuperação judicial

A decisão sobre iniciar o processo de recuperação judicial é conferida exclusivamente ao devedor, não cabendo aos credores ou a qualquer outro *stakeholder* seu ajuizamento.

Nesse sentido, o artigo 48 da LRE permite o ajuizamento do pedido de recuperação judicial exclusivamente pelo devedor[196], empresário ou sociedade empresária, que exerça regularmente atividade há mais de dois anos e que atenda aos demais requisitos previstos em seus incisos, quais sejam: *(i)* não ser falido, e, se o foi, estejam declaradas extintas, por sentença transitada em julgado, as responsabilidades daí decorrentes; *(ii)* não ter, há menos de cinco anos, obtido concessão de recuperação judicial; *(iii)* não ter, há menos de cinco anos, obtido concessão de recuperação judicial com base no plano especial de microempresas e empresas de pequeno porte; e *(iv)* não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos na LRE.

O pedido de recuperação judicial pelo devedor sociedade empresária, representada por seus administradores, depende da aprovação da reunião ou assembleia de sócios ou de acionistas, nos termos dos artigos 1.071, VIII do Código Civil (no caso de sociedades

---

todo sentido no que se refere ao controlador, na medida em que o sistema societário pátrio é um campo dotado de alta concentração acionária e do poder de controle e de constante confusão entre a pessoal jurídica empresária e seu controlador" (CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 227).

[196] As exceções à legitimidade ativa exclusiva do devedor para propositura da recuperação judicial encontram-se elencadas no parágrafo primeiro do artigo 48, o qual estabelece que a recuperação judicial também pode ser requerida pelo cônjuge sobrevivente, herdeiros do devedor, inventariante ou sócio remanescente.

limitadas) e 122, IX da Lei das S.A. (no caso de sociedades por ações), os quais estabelecem a competência dos sócios ou acionistas para autorizar os administradores a pedir concordata. Uma leitura atualizada da norma permite concluir que os sócios ou acionistas são competentes para deliberar sobre o pedido de recuperação judicial, que substituiu a concordata a partir da promulgação da LRE[197].

Nas sociedades por ações, o quórum de deliberação é o da maioria do capital social votante presente à assembleia geral, podendo o estatuto da companhia fechada prever quórum mais elevado (artigo 129, §1º da Lei das S.A.). Nas sociedades limitadas, o Código Civil exige o voto afirmativo de mais da metade do capital social (artigo 1.076, II), podendo o contrato social prever maior quórum.

Em caso de urgência, o parágrafo quarto do artigo 1.071 do Código Civil e o parágrafo único do artigo 122 da Lei das S.A. permitem que os administradores, com autorização do sócio controlador (se houver), requeiram a concordata – hoje, recuperação judicial –, convocando-se imediatamente a assembleia para deliberar sobre a matéria e ratificar o pedido de recuperação judicial.

Sobre o tema, José E. Tavares Borba entende acertada a disposição da Lei das S.A. que permite a prévia confissão da falência e do pedido de recuperação judicial pelos administradores com a concordância do acionista controlador, afirmando que, em face do período de tempo que a convocação de uma assembleia demanda, poderão os administradores se defrontar com o risco de graves consequências para a sociedade, se tiverem de esperar a assembleia para, só então, pedir a recuperação. Além disso, a recuperação, pelas implicações que lhe são inerentes, não comportaria a divulgação prévia que uma convocação despertaria[198].

Assim, havendo a concordância do sócio controlador, a assembleia certamente ratificará a pedido de recuperação, visto que sua maioria deliberativa é formada pelos

---

[197] Nesse sentido, José Edwaldo Tavares Borba afirma que "a lei das sociedades anônimas refere-se à concordata, mas, considerada a relativa equivalência entre os institutos da concordata, que foi revogado pela Lei n. 11.101/2005, e o da recuperação, por esta instituído, a referência a concordata deve ser tida como se forma uma referência a recuperação" (BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 13.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 384).
[198] Ibid.

próprios controladores[199]. A questão se torna mais delicada na sociedade em que não há controlador, em face do risco de a assembleia geral deliberar contrariamente à decisão dos administradores[200].

Como se pode concluir da análise dos dispositivos supramencionados, ao exigir o consentimento do sócio controlador para a propositura do processo de recuperação judicial, a lei brasileira reafirma o poder a ele conferido, cuja decisão mostra-se determinante para a definição do caminho a ser seguido pela sociedade para o saneamento da crise empresarial.

O sistema brasileiro não admite que outros interessados na empresa (tais como credores, trabalhadores, Ministério Público, minoritários ou órgãos governamentais) possam iniciar um procedimento destinado ao saneamento da crise. Contudo, a lei permite que os credores ajuízem pedido de falência contra o devedor, se cumpridos os requisitos previstos no artigo 94 da LRE[201], e, nessas hipóteses, o devedor poderá, durante o prazo de contestação do pedido de falência, requerer sua recuperação judicial[202].

A legitimidade ativa exclusiva da sociedade empresária devedora, por meio de decisão de seus sócios controladores, para decidir sobre o ajuizamento do processo de recuperação é alvo de críticas pela doutrina. Nesse sentido, Sheila Cerezetti entende ser relevante que outros interessados tenham legitimidade para apresentar o pedido de recuperação, sob pena de que a falta de atuação de um devedor negligente de iniciar o

---

[199] CARVALHOSA, op. cit., p. 912.
[200] BORBA, op. cit., p. 385.
[201] Art. 94: "Será decretada a falência do devedor que: I – sem relevante razão de direito, não paga, no vencimento, obrigação líquida materializada em título ou títulos executivos protestados cuja soma ultrapasse o equivalente a 40 (quarenta) salários mínimos na data do pedido de falência; II – executado por qualquer quantia líquida, não paga, não deposita e não nomeia à penhora bens suficientes dentro do prazo legal; III – pratica qualquer dos seguintes atos, exceto se fizer parte de plano de recuperação judicial: a) procede à liquidação precipitada de seus ativos ou lança mão de meio ruinoso ou fraudulento para realizar pagamentos; b) realiza ou, por atos inequívocos, tenta realizar, com o objetivo de retardar pagamentos ou fraudar credores, negócio simulado ou alienação de parte ou da totalidade de seu ativo a terceiro, credor ou não; c) transfere estabelecimento a terceiro, credor ou não, sem o consentimento de todos os credores e sem ficar com bens suficientes para solver seu passivo; d) simula a transferência de seu principal estabelecimento com o objetivo de burlar a legislação ou a fiscalização ou para prejudicar credor; e) dá ou reforça garantia a credor por dívida contraída anteriormente sem ficar com bens livres e desembaraçados suficientes para saldar seu passivo; f) ausenta-se sem deixar representante habilitado e com recursos suficientes para pagar os credores, abandona estabelecimento ou tenta ocultar-se de seu domicílio, do local de sua sede ou de seu principal estabelecimento; g) deixa de cumprir, no prazo estabelecido, obrigação assumida no plano de recuperação judicial".
[202] Cf. art. 95: "Dentro do prazo de contestação, o devedor poderá pleitear sua recuperação judicial".

processo cause prejuízos consideráveis, os quais, não afetariam apenas o próprio devedor, mas também os outros interessados, que poderiam estar resguardados caso um pedido de recuperação tivesse sido apresentado aos primeiros sinais de dificuldade[203].

O posicionamento da autora reflete o entendimento de que o ordenamento jurídico brasileiro atualmente se afasta da visão de que o concurso afeta exclusivamente credores e devedores, tutelando inúmeras partes que são afetadas pela crise empresarial. Dessa forma, seria incoerente que a lei brasileira, apesar de reconhecer a relevância do instituto para inúmeras partes, legitime apenas uma delas – o sócio controlador – para buscar seu exercício[204].

Luiz Roberto Ayoub e Cassio Cavalli também defendem, *de lege ferenda*, que a iniciativa de postular a recuperação judicial seja assegurada também aos credores. Segundo os autores, de certo modo, é o que já ocorre nos casos em que os credores postulam a falência do devedor, que acaba forçado a distribuir em defesa pedido de recuperação judicial[205].

Outros ordenamentos jurídicos têm soluções distintas. Pode-se citar o sistema norte-americano, que, além de legitimar o devedor para apresentação do pedido de *reorganization*, procedimento equivalente à recuperação judicial naquele ordenamento (*voluntary case*), permite que os credores, em determinadas hipóteses, ajuízem pedido de *reorganization* (*involuntary case*)[206]. Já no ordenamento francês, o *Code de Commerce* estabelece que o procedimento do *redressement judiciaire*, destinado à reorganização da empresa em crise, pode ser iniciado a pedido do devedor, de ofício pelo juiz[207] ou mediante solicitação do Ministério Público ou de credores[208].

---

[203] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 265.
[204] Ibid.
[205] AYOUB; CAVALLI, op. cit., p. 6.
[206] Cf. dispõe o §303 (b) do *Bankruptcy Code*. Muito embora o ordenamento jurídico norte-americano legitime os credores a pedirem a reorganização do devedor, são raros os casos em que o processo é iniciado mediante requerimento de credores. Conforme dados atualizados até fevereiro de 2008, aproximadamente 95% das reorganizações norte-americanas são ajuizadas por devedores. Ibid., p. 257-258.
[207] Cf. dispõe o art. L631-4 do *Code de Commerce.*
[208] Cf. dispõe o art. L631-5 do *Code de Commerce*.

3.1.1.2. Apresentação do plano de recuperação judicial

Nos termos do artigo 53 da LRE, o devedor possui legitimidade exclusiva para propositura do plano de recuperação judicial, dentro do prazo de sessenta dias contado da publicação da decisão que deferir o processamento da recuperação judicial, sob pena de convolação da recuperação judicial em falência[209].

A Lei das S.A. e o Código Civil não têm regras específicas quanto à competência interna para propositura do plano de recuperação judicial pelas sociedades empresárias. No caso das sociedades por ações, Francisco Satiro, em parecer emitido no contexto da recuperação judicial do Grupo Oi[210], afirma que caberia ao conselho de administração a propositura do plano de recuperação, visto que tem competência para a orientação geral dos negócios da companhia, nos termos do art. 142, I da Lei das S.A. Essa competência, contudo, não excluiria eventuais competências excepcionais prevista na Lei das S.A. para aprovação da implementação dos meios de recuperação previstos no plano, conforme será analisado no item 3.1.1.3.

O plano de recuperação é um documento considerado peça-chave da recuperação judicial, fixando as condições da superação da crise econômico-financeira da empresa e os meios a ser empregados nessa superação[211]. Deverá conter o seguinte conteúdo mínimo previsto nos incisos I a III do artigo 53 da LRE: *(i)* discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados, conforme previstos no artigo 50 da LRE; *(ii)* demonstração de sua viabilidade econômica; e *(iii)* laudo econômico-financeiro e de avaliação de bens e ativos do devedor, subscrito por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada.

---

[209] A penalidade de convolação da recuperação judicial em falência em razão do descumprimento do prazo pelo devedor é alvo de críticas da doutrina. Nesse sentido, Sheila Cerezetti afirma que "[a] regra de convolação da recuperação judicial em falência por desrespeito ao prazo de apresentação do plano, cumulada com a legitimidade exclusiva do devedor para a formulação do plano, permite que esse único agente seja o responsável pela decisão acerca do futuro da empresa" (CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 253).

[210] **Parecer Caso Oi – Plano e competências internas** emitido por Francisco Satiro em 4 dez. 2017 juntado às fls. 196-202 do Agravo de Instrumento nº 0006022-45.2018.8.19.0000 julgado pela 8ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do estado do Rio de Janeiro.

[211] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 202.

É certo que os credores podem manifestar sua discordância ao plano mediante a apresentação de objeções em juízo (art. 55 da LRE), hipótese em que será convocada uma assembleia geral de credores para deliberar sobre o plano de recuperação (art. 56). Os credores podem igualmente propor alterações ao plano em assembleia geral, mas apenas serão incorporadas ao plano caso haja expressa concordância do devedor e em termos que não impliquem diminuição dos direitos exclusivamente dos credores ausentes (art. 56, §3º). Assim, mesmo que haja propostas de credores para modificação do plano proposto, elas apenas poderão ser submetidas à votação da assembleia geral de credores caso expressamente aceitas pelo devedor.

Ao analisar os dispositivos legais anteriormente expostos, Satiro afirma que não há fundamento legal para se impor um plano de recuperação judicial ao devedor, por mais que se demonstre que representa solução ótima para a crise que a empresa atravessa. Nesse mesmo sentido, o autor afirma que também não se admite que credores ou terceiros, individual ou coletivamente, determinem unilateralmente os termos do plano, ou lhe façam qualquer aditamento sem que o devedor expressamente anua. O plano, possuindo natureza de negócio jurídico, não pode obrigar o devedor a não ser mediante sua expressa e inequívoca manifestação de vontade[212].

A legitimidade exclusiva do devedor para propositura do plano é criticada pela doutrina. Paulo F. Campos S. de Toledo e Adriana V. Pugliesi afirmam que "melhor teria sido seguir o modelo do direito norte-americano, em que a apresentação cabe, em primeiro lugar e com exclusividade, ao devedor no prazo de 180 dias; porém, se não apresentado no referido prazo ou se houver afastamento do devedor, qualquer interessado pode fazê-lo"[213]. A apresentação de mais de um plano concorrendo à votação, na visão dos autores, teria

[212] SATIRO, Francisco, A autonomia dos credores na aprovação do plano de recuperação judicial, in: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JR., Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Orgs.). **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 106.

[213] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 203. O §1121 (c) do *Bankruptcy Code* norte-americano prevê um período de exclusividade de 120 dias, prorrogável por no máximo dezoito meses, em que apenas o devedor é legitimado a apresentar o plano. O devedor também terá o prazo de 180 dias, prorrogável por no máximo vinte meses, para obter a aprovação de seus credores ao plano proposto. Passado o período de exclusividade sem que o devedor tenha obtido aceitação dos credores, permite-se que qualquer parte interessada apresente um plano para apreciação dos demais interessados.

como benefício aumentar a possibilidade de se encontrar uma solução que atenda à maioria dos credores[214].

Sheila Cerezetti também se mostra favorável à ampliação do rol de legitimados à propositura do plano de recuperação. Segundo a autora, a lei brasileira atribui "competência a apenas um dos interessados no procedimento de recuperação – qual seja, o devedor – para a formulação de um documento que dispõe sobre inúmeros direitos e abrange pessoas direta e indiretamente neles tratadas"[215]. Nesse sentido, a autora cita como exemplos, além daquele adotado pelo sistema norte-americano, outros ordenamentos jurídicos que legitimam não apenas o devedor, mas também credores e outras partes interessadas a propor o plano de reorganização, como é o caso dos ordenamentos alemão, espanhol, francês e português[216].

3.1.1.3. Implementação dos meios de recuperação empregados no plano

O artigo 50 da LRE prevê, de forma exemplificativa, amplos meios a serem empregados no plano de recuperação, ressalvando que será observada a "legislação pertinente a cada caso". Como os órgãos societários, via de regra, permanecem em pleno funcionamento durante o processo de recuperação judicial (assembleia de sócios, diretoria, conselho de administração e conselho fiscal – estes dois últimos, caso existentes)[217], a propositura dos meios a serem empregados no plano de recuperação pela sociedade devedora deverá respeitar as regras de competência e os quóruns de aprovação previstos na legislação societária vigente e nos documentos societários (contrato ou estatuto social e acordo de acionistas, se houver) para deliberação sobre a aprovação dos meios ali previstos.

Assim, grande parte dos meios de recuperação propostos no artigo 50 da LRE, se forem previstos no plano de recuperação proposto pela sociedade devedora, deverão contar

[214] Ibid.
[215] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 252-253.
[216] Ibid., p. 267-272.
[217] VERÇOSA, op. cit., p. 30.

com a autorização prévia da assembleia de sócios para sua implementação[218]. Esse é o caso, por exemplo, das operações de "cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade" previstas no inciso II do artigo 50 da LRE, que deverão ser previamente deliberadas pela assembleia geral de sócios, nos termos do artigo 122, VIII da Lei das S.A. e 1.071, VI do Código Civil. No caso das operações societárias previstas nesse inciso, deverão também ser respeitados os direitos dos sócios previstos na legislação vigente.

Outro meio de recuperação previsto é a substituição dos administradores da sociedade devedora ou a modificação de seus órgãos administrativos (artigo 50, IV). Salvo nas hipóteses de substituição da administração previstas no artigo 64 da LRE (nos casos de fraude, abuso e simulação), tendo em vista que a nomeação e destituição de administradores depende de aprovação da assembleia de sócios, ou do conselho de administração, se houver (artigo 122, II da Lei das S.A. e artigo 1.071, incisos II e III do Código Civil); alterações na composição dos órgãos administrativos da sociedade dependerão da aprovação da assembleia de sócios para sua implementação.

A autorização prévia dos sócios deverá ser observada em diversas outras operações previstas no artigo 50, tais como o aumento de capital social previsto no inciso VI (que importa alteração do estatuto social e deverá ser aprovado pela assembleia de sócios, nos termos do artigo 122, I da LSA e artigo 1.071, V do Código Civil) e a emissão de valores mobiliários indicada no inciso XV (nos termos do artigo 122, IV e VII da LSA). Além disso, pode o contrato social, estatuto social ou acordo de acionistas estabelecer quóruns diversos ou competências adicionais da assembleia de sócios ou do conselho de administração para a aprovação dos meios de recuperação previstos no plano, tais como a venda ou oneração de ativos e a renegociação dos instrumentos de dívidas junto a terceiros.

A própria alteração do controle societário pode ser empregada como meio de recuperação da empresa, nos termos do art. 50, III. Como observa Maurício M. Mendonça de Menezes, pela expressão "alteração" pode ser incluído um sem-número de situações,

[218] Nesse sentido, afirmam J. P. Sacalzilli, L. F. Spinelli e R. Tellechea: "Em primeiro lugar, é preciso destacar a necessidade de se respeitar a legislação eventualmente aplicável a cada uma das técnicas acima descritas. Ou seja, não se pode prever, no plano de recuperação judicial, uma operação de cisão, por exemplo, que afronte os requisitos na Lei das S.A., no estatuto social ou no acordo de acionistas" (SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 380).

figurando a alienação do controle como espécie dessa ampla "categoria" de meio de recuperação[219]. De fato, como veremos no próximo capítulo, esse meio de recuperação vem sendo utilizado em diversos planos de recuperação de empresas brasileiras, permitindo a conversão da dívida em participação societária, com a consequente diluição dos demais sócios, inclusive do controlador.

Note-se que, apesar de a alteração do controle societário ser uma das alternativas previstas pelo legislador para a recuperação da empresa, depende de iniciativa do próprio controlador, via convocação de assembleia de sócios na qual apresentará proposta de terceiro no sentido da aquisição do controle e os demais mecanismos que este terá em vista para o salvamento da empresa[220].

Assim, o plano de recuperação prevendo os meios a ser empregados na superação da crise empresarial deve ser proposto exclusivamente pela sociedade devedora, e indiretamente pelo controlador que, exercendo seu poder de comando sobre o conselho de administração e sobre a assembleia geral, deverá autorizar a implementação de grande parte dos atos ali previstos.

Apesar de ser esta a previsão legal, é importante destacar casos em que os tribunais pátrios vêm flexibilizando o disposto no artigo 50 da LRE no que se refere à necessária observância aos direitos dos sócios e à lei societária vigente para a implementação de medidas previstas no plano de recuperação aprovado pelos credores.

Esse é o caso, por exemplo, da recuperação judicial do Grupo Daslu, em que o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo permitiu a alienação de bens prevista em plano de recuperação em desrespeito ao acordo de acionistas. No caso, o Tribunal permitiu a transferência da "Marca Daslu" em violação ao direito de veto dos acionistas minoritários previsto em acordo de acionistas, por entender que os interesses dos acionistas não se

[219] MENEZES, op. cit., p. 103.
[220] VERÇOSA, op. cit., p. 31.

sobrepõem ao princípio da preservação da empresa e de sua função social, nem aos interesses da comunidade de credores[221].

Também é o caso da recuperação judicial do Grupo Renuka, em que o juízo da 1ª Vara de Falências e Recuperação Judicial da Comarca de São Paulo dispensou o voto afirmativo do acionista minoritário para implementar qualquer medida de reorganização, considerando aprovados, sob a perspectiva societária, todos os atos exigidos para o cumprimento do plano de recuperação. No caso, o juízo considerou que o comportamento do acionista minoritário era abusivo e contrário à recuperação da empresa[222].

Em ambos os casos, o que se verificou foi o alijamento do direito do sócio minoritário, em razão da aprovação e homologação de plano de recuperação judicial negociado entre sócio controlador e os principais credores da empresa em recuperação judicial[223]. Assim, apesar de se notar uma violação ao disposto no artigo 50 da LRE quanto à necessária observância à legislação societária e aos direitos dos sócios minoritários, as prerrogativas do sócio controlador foram mantidas nos casos sob análise, na medida em que este, por meio dos administradores por ele nomeados, foi responsável por negociar e propor o plano de recuperação contemplando os meios a ser empregados na superação da crise.

---

[221] "Agravo. Recuperação judicial. Recurso interposto por acionistas minoritários de companhia que integra o 'Grupo Daslu', inconformados com a concessão da recuperação judicial. Alegação de violação ao direito de veto à transferência da 'Marca Daslu', direito previsto em acordo de acionistas, violando o art. 53, III, da LRF, artigos 104, 106 e 187 do CC. Os acionistas, minoritários ou majoritários, não podem impedir a concessão de recuperação judicial derivada da aprovação do plano pela assembleia geral de credores. As querelas intrassocietárias deverão ser dirimidas no palco judicial adequado e não nos lindes do processo de recuperação judicial. Os interesses dos acionistas não se sobrepõem ao princípio da preservação da empresa e de sua função social, nem aos interesses da comunidade de credores. Ausência de interesse e legitimidade recursal. Recurso não conhecido" (TJSP, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, AI nº 0154311-66.2011.8.26.0000, Rel. Des. Pereira Calças, j. 24.1.2012).

[222] Decisão de fls. 31.319/31.321 proferida pelo juízo da 1ª Vara de Falências e Recuperação Judicial da Comarca de São Paulo em 6.12.2016 nos autos do processo de recuperação judicial nº 1099671-48.2015.8.26.0100. O Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo considerou a questão prejudicada no agravo de instrumento interposto pelo acionista minoritário, em razão da aprovação e homologação de aditamento ao plano de recuperação do Grupo Renuka (TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI nº 2227640-04.2016.8.26.0000, Rel. Des. Caio Marcelo Mendes de Oliveira, j. 14.8.2017).

[223] Em razão da previsão expressa do artigo 50 que impõe observância à legislação pertinente, J. P. Scalzilli, L. F. Spinelli e R. Tellechea ressalvam que devem ser analisados com cuidado casos como aquele em que o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo permitiu a alienação de bens prevista em plano de recuperação em desrespeito ao acordo de acionistas. (Recuperação de Empresas e Falência, op. cit, p. 380-381).

Situação peculiar ocorreu no caso mais recente da recuperação judicial do Grupo Oi, que será analisado em detalhes no item 4.5.3. No caso, a 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, em decisões confirmadas pelo Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, afastou a necessidade de ratificação das cláusulas do plano de recuperação correspondentes à competência legal e estatutária da assembleia geral de acionistas (tais como as cláusulas que previam alterações nos órgãos sociais e aumento de capital acima do capital autorizado)[224].

Nesse caso, os acionistas minoritários que exerciam o controle de fato da Oi S.A. (em razão de se tratar de companhia aberta com capital disperso) foram impedidos de exercer suas prerrogativas societárias em assembleia geral de acionistas para aprovação das matérias previstas no plano de recuperação judicial de sua competência, em violação ao disposto no artigo 50 da LRE[225].

Apesar da complexidade e unicidade do caso, que serão mais bem exploradas no capítulo subsequente, as decisões proferidas no âmbito desse processo apontam para uma inclinação dos tribunais de flexibilizar a prerrogativa exclusiva dos órgãos societários para aprovação das medidas previstas no plano de recuperação, em prol da preservação da empresa.

3.1.1.4. Manutenção na condução dos negócios durante a recuperação judicial

Além da legitimidade exclusiva do devedor para iniciar o processo de recuperação judicial e propor o plano de recuperação, a legislação brasileira optou pela manutenção dos administradores eleitos majoritariamente pelo sócio controlador (quando não é ele mesmo que acumula as funções de controlador e administrador da sociedade empresária) na condução da atividade empresarial durante o processo de recuperação judicial, sob

[224] TJRJ, 8ª Câmara Cível, AI Nº 0006022-45.2018.8.19.0000; Rel. Des. Augusto Alves Moreira Junior, j. 21/11/2018; TJRJ, 8ª Câmara Cível, AI Nº 0016551-26.2018.8.19.0000; Rel. Des. Mônica Maria Costa, j. 11/12/2018; TJRJ, 8ª Câmara Cível, AI Nº 0004105-88.2018.8.19.0000; Rel. Des. Augusto Alves Moreira Junior, j. 30.10.2018.

[225] Sobre o tema, é interessante a análise dos pareceres emitidos pelos professores Carlos Alberto Carmona, Fábio Ulhoa Coelho e Francisco Satiro no Agravo de Instrumento nº 0006022-45.2018.8.19.0000, todos julgados pela 8ª câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, afirmando a necessidade de atendimento às regras da legislação societária para a aprovação das medidas previstas no plano de recuperação que, nos termos da lei societária, requerem autorização de seus sócios.

fiscalização do administrador judicial e do comitê de credores (se houver), conforme dispõe o *caput* do artigo 64 da LRE.

Ressalte-se que tal opção não é unânime entre os diversos sistemas concursais existentes. Nos termos do *Legislative Guide on Insolvency Law* elaborado pela Uncitral e publicado em 2005, não há um consenso quanto ao modelo mais apropriado de condução dos negócios durante processos de reorganização. Legislações concursais adotam diferentes modelos, variando entre, de um lado, a imposição do afastamento completo da administração preexistente com a nomeação de um representante concursal e, de outro, a manutenção da administração preexistente no controle dos negócios, com mínima supervisão[226].

Nesta mesma linha, o documento publicado pelo Banco Mundial em 2015 denominado *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes*, depois de uma revisão do documento original publicado em 2001, sintetiza os modelos de governança da empresa em processo de reorganização existentes, abrangendo três diferentes grupos: *(i)* o afastamento da administração preexistente, passando o processo a ser conduzido por um representante concursal independente nomeado no âmbito do processo; *(ii)* a manutenção da administração preexistente; e *(iii)* a nomeação de um representante concursal para supervisão da administração preexistente[227].

Em um dos extremos, há sistemas jurídicos como o alemão e o inglês que, apesar de preverem mecanismos que permitem a manutenção do devedor na condução da empresa, são, na prática, pouco utilizados, predominando o afastamento do devedor e a nomeação de um novo administrador pelo juízo ou pelos credores[228]. Nesses sistemas, caracterizados

---

[226] UNCITRAL. **Legislative Guide on Insolvency Law**. Disponível em http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf. Acesso em: 5 ago. 2019.

[227] Banco Mundial. **Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes**, 2015, p. 22. Disponível em: http://pubdocs.worldbank.org/en/919511468425523509/ICR-Principles-Insolvency-Creditor-Debtor-Regimes-2016.pdf. Acesso em 5 ago. 2019.

[228] Conforme afirma Sheila C. Cerezetti, "trata-se, em verdade, de mecanismo permitido, mas pouco adotado na Inglaterra e na Alemanha […]. Na Alemanha o *debtor in possession*, conhecido como *Eigenverwaltung*, é permitido pelo §270, mas depende de diversos pressupostos. Ademais, a realidade demonstra relutância dos magistrados na concessão da autorização necessária para que o devedor permaneça na condição dos negócios". CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 389-390. Sobre a prática do afastamento mandatório da administração no processo de *administration* no Reino Unido, Gerald McComack: "[*m*]*andatory displacement of management in favour of an external administrator is an intrinsic feature of*

pela orientação preponderante à satisfação dos interesses dos credores[229], os administradores e controladores perdem o direito de dispor dos bens da sociedade empresária quando se inicia o processo de insolvência, ocasião em que tais ativos passam a ser geridos por um administrador nomeado pelo juízo ou eleito pelos credores[230].

Ressalte-se que, no direito alemão, apesar do afastamento do devedor, seus órgãos societários conservam os poderes sob a lei societária, incluindo poderes de representação, de conduzir assuntos internos e de administrar eventuais bens não abarcados pelo processo de insolvência. Ademais, aos sócios controladores e administradores são impostos devedores de informação e de colaboração com o administrador nomeado. Assim, na hipótese de afastamento do devedor, restringe-se o exercício do controle apenas sobre os bens abarcados no processo de insolvência, os quais passam a ser geridos pelo administrador nomeado. Por isso, o administrador nomeado não representa, normalmente, qualquer competência no tocante à estrutura interna da empresa[231].

---

administration. The Insolvency Act 2000 introduced, in effect, a debtor-in-possession type procedure for smaller companies; namely, the company voluntary arrangement with a moratorium. Management control is subject, however, to oversight by an insolvency practitioner in the shape of the nominee who performs a continuing monitoring function. The nominee is supposed to pull the plug on the process if she considers that the company has insufficient funds to continue trading during the restructuring or where there is no reasonable prospect of the arrangement with creditors being approved. In any event, these provisions of the Insolvency Act 2000 have hardly been used in practice. CVAs with a moratorium remain a rarity". McCORMACK, Gerard. **Corporate Rescue Law – An Anglo-American Perspective**. Cheltenham, UK; Northampton, USA: Edward Elgar, 2008. p. 290. Apesar disso, é importante ressaltar que, na prática, as grandes companhias inglesas têm se utilizado pouco do procedimento de *administration*, utilizando-se principalmente do *scheme of arrangement* previsto no *Companies Act de 2006*, o qual permite a confirmação judicial de um acordo entre devedor e seus credores e a preservação da empresa, sem necessariamente destituir a administração (a não ser que faça parte do acordo). (McCORMACK, Gerard. National Report for England, in: FABER, Dennis et al. (Orgs.). **Commencement of Insolvency Proceedings**. New York: Oxford, 2012, p. 236).

[229] Com relação ao sistema alemão, C. G. Paulus e M. Berberich afirmam que "*the primary objective of insolvency proceedings as explicitly set out in the Insolvency Code is an optimal satisfaction of creditors by maximizing recovery rates collectively for all creditors on the basis of their equal treatment*" (PAULUS, Christoph; BERBERICH, Mathias. National Report for Germany, in: FABER, Dennis et al. [Orgs.], op. cit., p. 315.). No direito inglês, o *Schedule B1* do *Insolvency Act* de 1986, que trata do processo de *administration*, prevê em seu §3 (2) que "*the administrator of a company must perform his functions in the interests of the company's creditors as a whole*".

[230] No sistema alemão, o administrador da insolvência é nomeado pelo juiz na decisão de início do processo (Artigo 27 da *Insolvenzordnung* – InsO). Os credores podem se opor ao administrador nomeado, hipótese em que a primeira reunião de credores poderá decidir por sua substituição, nomeando um novo administrador por maioria de votos (Artigo 57 da InsO). No processo de *administration*, nos termos do *Schedule B1* do *Insolvency Act,* o *administrator* pode ser nomeado tanto judicialmente (§10-13) como extrajudicialmente (seja por credor titular de *floating charge* sobre os bens da empresa ou pela própria empresa ou seus diretores, em determinadas hipóteses previstas nos §§14-34).

[231] PAULUS; BERBERICH, op. cit., p. 332-333.

Já no sistema inglês, a nomeação de um *administrator* implica o afastamento do conselho de administração (*board of directors*) eleito pelos sócios do exercício de suas funções administrativas. Assim, nos termos da legislação britânica, os diretores da sociedade em *administration* permanecem em seus cargos, mas não podem exercer poderes de administração sem a anuência do *administrator*. O *administrator* nomeado no processo de insolvência passa a administrar os negócios e os bens da empresa, podendo delegar determinadas tarefas rotineiras à "antiga" administração, retendo controle estratégico global[232].

Além disso, o *administrator* possui poderes para remover os "antigos" diretores e nomear qualquer pessoa que escolher para substituí-lo[233], verificando-se, nesse sistema concursal, uma clara ruptura do direito essencial do sócio controlador de nomear os administradores e de dirigir as atividades sociais.

No outro extremo, há sistemas como o norte-americano em que, nos processos de *reorganization* ajuizados no âmbito do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code*, a administração preexistente é autorizada, na maioria dos casos, a permanecer com o controle dos bens e na condução de seus negócios, mecanismo conhecido como *debtor in possession*[234].

Harvey Miller afirma que o *debtor in possession* não é uma pessoa jurídica distinta do devedor, estando sujeito às mesmas regras de governança corporativa na condução de suas atividades, baseado no exercício do *business judgment rule*[235]. No entanto, como a administração é autorizada a permanecer na condução dos negócios durante o processo, o *debtor in possession* assume as funções e os deveres fiduciários que seriam atribuídos a eventual *trustee* que poderia ter sido eleito no processo, o que inclui deveres fiduciários

---

[232] McCORMACK, National Report…, op. cit., p. 259.
[233] Ibid., p. 261.
[234] Cf. § 363(c)(1) do *U.S. Bankruptcy Code*.
[235] De acordo com a *business judgment rule*, o *debtor in possession* terá exercido corretamente suas funções se sua conduta envolver decisões comerciais baseadas na boa-fé e razoáveis dentro do escopo de sua autoridade. (MILLER, Harvey R. The Changing Face of Chapter 11: A Reemergence of the Bankruptcy Judge as Producer, Director, and Sometimes Star of the Reorganization Passion Play. **American Bankruptcy Law Journal**, v. 69, p. 431-466, 1995, p. 441).

perante os credores, acionistas, além de outros interessados que podem estar envolvidos no processo de reorganização[236].

Um dos principais argumentos utilizados para justificar a manutenção da administração preexistente na condução da empresa decorre dos benefícios trazidos com o início do processo no momento apropriado, evitando-se que a crise se torne irreversível[237]. Caso a administração fosse afastada com o início do processo, os administradores iriam evitar seu ajuizamento até o último momento, diminuindo significativamente as chances de soerguimento da empresa[238].

A manutenção da administração representaria também uma economia de tempo, na medida em que a nomeação de um *trustee* demandaria tempo e preparo para compreensão do negócio do devedor[239].

Além disso, argumenta-se que os administradores preexistentes são aqueles que podem promover os melhores resultados na propositura e na implementação dos meios de reabilitação da empresa, em razão de sua familiaridade com os negócios do devedor e do mercado em que atua[240]. É nesse sentido que o *Bankruptcy Code* prevê um período de exclusividade para que apenas o devedor formule um plano de reorganização a ser proposto aos seus credores, conforme discutido no item 3.1.1.2.

Harvey Miller afirma que a principal objeção ao *debtor in possession* é que não seria razoável manter os administradores que levaram a empresa à situação de crise na condução da empresa para a sua reabilitação[241]. No entanto, o autor afirma que muitas crises decorrem de situações fora do controle da administração e que, nos casos de administração

---

[236] Segundo Harvey Miller: "[*t*]*he debtor is given the rights and powers of chapter 11 trustee. He is required to perform the functions and duties of a chapter 11 trustee* (*except the investigative duties*). *He is also subject to any limitations on a chapter 11 trustee, and to such other limitations and conditions as the court prescribes.* (…) *A debtor-in-possession bears fiduciary duties to the creditors and stockholders of the corporation as these interests may appear as well as to other interests within the "community of interests" that may be involved in a debtor's bankruptcy reorganization case*" (Ibid., p. 441-442).
[237] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 391.
[238] MILLER, op. cit., p. 442.
[239] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 392.
[240] Nesse sentido: MILLER, op. cit., p. 445; CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 392.
[241] MILLER, op. cit., p. 445.

ineficiente ou fraudulenta, o *Bankruptcy Code* possui disposições que permitem o afastamento do *debtor in possession* e a nomeação de um *trustee*[242].

Além disso, nas hipóteses de administração ineficiente ou fraudulenta, é provável que a administração já tenha sido substituída antes mesmo do início de um *Chapter 11*, em razão do exercício de *covenants* contratuais pelos credores[243].

A legislação brasileira, ao manter o devedor e seus administradores na condução dos negócios durante o processo de recuperação judicial, sob a fiscalização do comitê de credores e do administrador judicial, admitindo, por outro lado, seu afastamento em determinadas hipóteses, aproxima-se do modelo adotado pela legislação norte-americana[244].

Eduardo S. Munhoz menciona que a preferência pela manutenção do devedor e de seus administradores na condução da empresa durante o processo de recuperação judicial pode trazer resultados *ex ante* e *ex post* positivos, tais como: *(i)* gera incentivos para que o devedor não postergue a distribuição do pedido de recuperação; *(ii)* não gera aversão ao crédito; *(iii)* evita a adoção de projetos de risco excessivo, na medida em que o devedor, na recuperação, pode obter para si uma parcela do valor da empresa; *(iv)* possibilita a elaboração do plano por quem detém mais informações sobre a empresa; e *(v)* estimula a reorganização, na medida em que confere poder de barganha ao devedor[245].

Sheila N. Cerezetti afirma que o modelo de condução da empresa em recuperação adotado pela legislação brasileira se diferencia do mecanismo do *debtor in possession* adotado pelo sistema norte-americano, uma vez que o direito brasileiro prevê a nomeação do administrador judicial para supervisionar o devedor e exercer funções administrativas no processo. Segundo a autora, o *United States Trustee*, participante do sistema concursal norte-americano, não poderia ser identificado com o administrador judicial, pois suas

---

[242] Ibid.
[243] A imposição da substituição dos administradores pelos credores ou a nomeação de *chief restructuring officers* em razão do exercício de *covenants* previstos nos contratos de financiamento celebrados com credores é objeto de análise do item 4.4.2.
[244] MUNHOZ, Eduardo Secchi, Do procedimento de recuperação judicial, in: SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Orgs.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 309.
[245] Ibid.

funções não são tão amplas e não o transformam em um supervisor da administração empresarial exercida pelo devedor[246].

Assim, em razão da determinação prevista no artigo 64 de que "durante o procedimento de recuperação judicial, o devedor ou seus administradores serão mantidos na condução da atividade empresarial, sob fiscalização do Comitê, se houver, e do administrador judicial", a opção legislativa brasileira se enquadraria no último modelo de governança previsto pelo Banco Mundial, o qual prevê a nomeação de um representante concursal responsável pela supervisão da administração preexistente.

Cabe-nos, portanto, analisar as funções exercidas por tais órgãos de supervisão com o objetivo de se verificar as eventuais limitações decorrentes dessa nomeação ao exercício do poder de dominação do sócio controlador sobre a sociedade em recuperação judicial.

3.1.1.4.1. Fiscalização pelo administrador judicial

O administrador judicial é um órgão de instituição obrigatória no processo de recuperação judicial e deve ser "profissional idôneo, preferencialmente advogado, economista, administrador de empresas ou contador, ou pessoa jurídica especializada"[247], e de confiança do juízo (tanto que por ele nomeado), sendo sua principal função zelar pelo bom andamento do procedimento concursal, como um braço do magistrado, para atuação em atividades outras que não as de natureza jurisdicional[248].

Apesar da expressão *administrador judicial* utilizada pelo legislador para designar o órgão responsável pela fiscalização do devedor e do cumprimento do plano de recuperação, este não assume funções de gestão da empresa em recuperação judicial, as quais permanecem sendo exercidas pela administração, sob o comando do sócio controlador.

Nesse sentido, Alfredo. L. Kugelmas e Gustavo H. S. de Arruda Pinto afirmam que:

---

[246] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 386.
[247] Cf. dispõe o artigo 21, *caput*. da LRE.
[248] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 132.

> Do texto expresso da Lei nº 11.101/05 verifica-se não caber ao administrador judicial a prática de atos de administração, tampouco dispondo ele de poderes para intervir nas decisões administrativas da sociedade em recuperação. Ao assumir a administração judicial da recuperanda, deve o administrador judicial nomeado pelo juiz proceder dentro das determinações legais (artigo 22, I e II, "a", LF), fiscalizando a devedora quanto ao cumprimento de suas obrigações decorrentes do processo de recuperação judicial, sem, no entanto, interferir na administração da sociedade, continuando a empresa em processo de recuperação judicial na plena condução de seus negócios[249].

Exceção a essa regra ocorre no caso de afastamento do devedor determinada pelo juiz, mediante a ocorrência de uma ou mais hipóteses previstas nos incisos do artigo 64 da LRE. Nesse caso, o administrador judicial assumirá funções de *gestão* enquanto a assembleia geral de credores não deliberar sobre o nome do gestor judicial que assumirá a administração das atividades do devedor (artigo 65, §1º).

Nos termos do artigo 22, II, compete ao administrador judicial na recuperação judicial: *(i)* fiscalizar as atividades do devedor e o cumprimento do plano de recuperação judicial; *(ii)* requerer a falência no caso de descumprimento de obrigação assumida no plano; *(iii)* elaborar relatório mensal das atividades do devedor; e *(iv)* apresentar relatório sobre a execução do plano de recuperação.

Além das funções específicas no processo de recuperação judicial, o administrator judicial possui funções genéricas previstas no inciso I do artigo 22, aplicáveis tanto para sua atuação em processos de recuperação judicial quanto de falência, consubstanciadas principalmente no dever de verificação de créditos (artigo 22, I, "e" e "f") e de demandar informações (dos credores, do devedor ou seus administradores, conforme artigo 22, I, "b" e "d"), as quais são fundamentais para a transparência do procedimento, proporcionando um nível de divulgação de informações adequado e suficiente para que todos os participantes do processo possam atuar e tomar decisões conscientes no curso do procedimento[250].

---

[249] KUGELMAS, Alfredo Luiz; PINTO, Gustavo Henrique Sauer de Arruda, Administrador judicial na recuperação judicial: aspectos práticos, in: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (Orgs.). **Direito recuperacional: aspectos teóricos e práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 201.
[250] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 135.

Já no processo falimentar, o administrador judicial assume função preponderante de *gestão*[251], visto que os administradores preexistentes são afastados da condução dos negócios[252]. Nesse caso, o administrador judicial assume a gestão da massa falida e se torna responsável por praticar todos os atos necessários para a arrecadação e realização do ativo e pagamento dos credores, além de representá-la judicialmente[253].

Assim, no processo de recuperação judicial (salvo no caso de afastamento do devedor), o administrador judicial possui funções *fiscalizatórias*, o que demanda um alargamento do dever informacional do sócio controlador, o qual deverá fornecer as informações demandadas pelo administrador judicial e pelo juízo, mas que não interfere no poder do controlador de comandar a empresa.

3.1.1.4.2. Fiscalização pelo comitê de credores

Já o comitê de credores é um órgão colegiado de instalação facultativa e poderá ser constituído mediante deliberação de qualquer das classes de credores em assembleia geral, ou mediante requerimento formulado ao juízo por credores que representem a maioria dos créditos de uma classe (artigo 26, *caput* e §1º). Note-se que o comitê de credores pode ser constituído ainda que nem todas as classes estejam representadas, e até mesmo com uma única classe[254].

As funções do comitê de credores são as arroladas de modo não taxativo no artigo 27 da lei, sendo que o órgão atuará, principalmente, no interesse da coletividade de credores, fiscalizando a atuação do administrador judicial e do devedor[255].

Algumas das atribuições do comitê de credores na recuperação judicial são: *(i)* fiscalizar as atividades e examinar as contas do administrador judicial (artigo 27, I, "a"); *(ii)* zelar pelo bom andamento do processo e pelo cumprimento da lei (artigo 27, I, "b"),

---

[251] BAPTISTA, Ezio Carlos S. Comentários aos Artigos 21 ao 34, in: DE LUCCA, Newton; SIMÃO FILHO, Adalberto (Orgs.). **Comentários à nova Lei de Recuperação de Empresas e de Falências**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 158-159.
[252] O afastamento do devedor na falência é automático e imperativo, cf. art. 75 da LRE.
[253] Cf. art. 22, III da LRE.
[254] TOLEDO; PUGLIESI, op. cit., p. 138.
[255] Ibid.

(iii) requerer ao juiz convocação da assembleia geral de credores (artigo 27, I, "e"); *(iv)* fiscalizar a administração das atividades do devedor, apresentando relatórios de sua situação (artigo 27, II, "a"); e *(v)* fiscalizar a execução do plano de recuperação (artigo 27, I, "b").

No caso de afastamento do devedor, o comitê de credores também é responsável por submeter à autorização judicial a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e outras garantias, bem como atos de endividamento necessários à continuação da atividade empresarial durante o período que antecede a aprovação do plano (artigo 27, II, "c").

Note-se que as atribuições do comitê de credores no ordenamento brasileiro estão muito mais ligadas à fiscalização do que à negociação do plano de recuperação, diferentemente do que ocorre no ordenamento norte-americano[256]. Naquele ordenamento, o comitê de credores foi originalmente concebido como um órgão para fazer contraponto à atuação do devedor como condutor da empresa em crise, fiscalizando seu desempenho e buscando um equilíbrio de poderes durante a negociação do plano de reorganização. Nesse sentido, o *Bankruptcy Code* prevê a constituição compulsória de um comitê de credores quirografários (*unsecured creditors' committee*) responsável, dentre outros encargos, por participar da elaboração e negociação do plano de reorganização[257]. Ademais, outros comitês podem ser constituídos mediante requerimento dos interessados, para representação de interesses de outros grupos de credores ou acionistas[258].

Segundo constatam João P. Scalzilli, Luis F. Spinelli e Rodrigo Tellechea, na prática brasileira, o comitê de credores vem desempenhando um papel bastante marginal nos regimes de crise disciplinados pela LRE, sendo inclusive raros os casos nos quais chega a

---

[256] Nesse sentido, afirma Harvey Miller que "[*t*]*he legislative history to § 1103*(*c*) *states that creditors' committees 'will be the primary negotiating bodies for the formulation of the plan of reorganization'. Accordingly, a creditors' committee 'is not a perfunctory or useless body, simply appointed to satisfy a formality established by the Bankruptcy Code, but rather should be a vital and integral part of the plan formulation process'*". Contudo, o autor afirma que na prática a funcionalidade do comitê de credores nos Estados Unidos sofre limitações, principalmente em razão de não ser constituído em todos os casos de *Chapter 11* e da diversidade de interesses dos credores não garantidos que compõem o comitê, principalmente nos grandes casos de *Chapter 11*. (MILLER, op. cit., p. 449-450).
[257] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 414.
[258] MILLER, op. cit., p. 452.

ser constituído[259]. Os autores atribuem a pouca utilização do comitê de credores ao fato de que suas atribuições, em grande medida, já são executadas pelo administrador judicial ou pelos credores individualmente, além de que as responsabilidades decorrentes do exercício do cargo de membro do comitê (artigos 31 e 32) não correspondem a nenhuma contrapartida pecuniária ou vantagem creditória[260].

Não obstante, a maior utilização do comitê de credores é defendida pela doutrina, como órgão capaz de centralizar os interesses dos credores e catalisar suas reivindicações, permitindo que se estabeleça como um contrapeso à atuação do sócio controlador como condutor da empresa em recuperação, buscando-se um equilíbrio de poderes durante a negociação do plano[261].

No item 5.3 analisaremos com maior profundidade as razões atribuídas à subutilização do comitê de credores no Brasil e propostas para viabilizar sua maior utilização, de modo a exercer um papel mais relevante como efetivo contrapeso à atuação do sócio controlador nos processos de recuperação judicial brasileiros.

3.1.1.4.3. Hipóteses de afastamento dos administradores e do devedor

Conforme exposto, a regra geral é a manutenção da administração eleita pelos sócios na condução da atividade empresarial durante o processo de recuperação judicial. Contudo, há ocasiões em que os administradores ou o devedor poderão ser afastados.

Tais hipóteses estão previstas nos incisos do artigo 64 da LRE, as quais, de modo geral, se relacionam à prática ou a indícios veementes da prática de crimes, condutas fraudulentas ou prejudiciais aos interesses dos credores, além da hipótese em que o afastamento esteja previsto no próprio plano de recuperação judicial[262]. Contudo, nesse último caso, deverá haver a concordância do próprio devedor, nos termos do artigo 56,§3º.

---

[259] SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 218.
[260] Ibid.
[261] MENEZES, op. cit., p. 96.
[262] Cf. o art. 64 da LRE: "Durante o procedimento de recuperação judicial, o devedor ou seus administradores serão mantidos na condução da atividade empresarial, sob fiscalização do Comitê, se houver, e do administrador judicial, salvo se qualquer deles: I – houver sido condenado em sentença penal transitada em julgado por crime cometido em recuperação judicial ou falência anteriores ou por crime contra o patrimônio,

Assim, por determinação do artigo 64, o devedor ou seus administradores serão mantidos na condução da atividade empresarial, salvo se qualquer um deles tiver praticado qualquer um dos atos arrolados em seus incisos.

Verificada qualquer das hipóteses previstas no *caput* do artigo 64, seu parágrafo único prevê a destituição do *administrador* e sua substituição na forma prevista nos atos constitutivos do devedor ou do plano de recuperação judicial.

Já o artigo 65 prevê, na hipótese de afastamento do *devedor*, a convocação de assembleia geral de credores para deliberar sobre o nome do gestor judicial que assumirá a administração das atividades do devedor.

A análise conjunta dos dispositivos mencionados anteriormente gera certa confusão na identificação dos agentes que poderão ser afastados nas hipóteses previstas no artigo 64, sobretudo no que se refere à utilização da expressão "devedor" constante do *caput* dos artigos 64 e 65, cabendo uma análise mais detida sobre o tema, a fim de se verificar os impactos do afastamento dos administradores ou do próprio devedor para o poder do sócio controlador.

Em uma interpretação literal da lei, verifica-se que, logo em seu artigo 1º, a LRE utiliza o termo "devedor" para designar o *empresário individual* e a *sociedade empresária* que estejam em processo de recuperação judicial, extrajudicial ou falência. O artigo 190, por sua vez, estende a aplicação do termo "devedor" igualmente aos sócios ilimitadamente responsáveis.

---

a economia popular ou a ordem econômica previstos na legislação vigente; II – houver indícios veementes de ter cometido crime previsto nesta Lei; III – houver agido com dolo, simulação ou fraude contra os interesses de seus credores; IV – houver praticado qualquer das seguintes condutas: a) efetuar gastos pessoais manifestamente excessivos em relação a sua situação patrimonial; b) efetuar despesas injustificáveis por sua natureza ou vulto, em relação ao capital ou gênero do negócio, ao movimento das operações e a outras circunstâncias análogas; c) descapitalizar injustificadamente a empresa ou realizar operações prejudiciais ao seu funcionamento regular; d) simular ou omitir créditos ao apresentar a relação de que trata o inciso III do caput do art. 51 desta Lei, sem relevante razão de direito ou amparo de decisão judicial; V – negar-se a prestar informações solicitadas pelo administrador judicial ou pelos demais membros do Comitê; VI – tiver seu afastamento previsto no plano de recuperação judicial".

Diante desses dispositivos, infere-se que a expressão "devedor" aplica-se: *(i)* no caso de empresário individual, à pessoa natural que exerce o negócio; *(ii)* no caso das sociedades de responsabilidade ilimitada personificadas, à própria sociedade e aos sócios ilimitadamente responsáveis; e *(iii)* no caso das sociedades de responsabilidade limitada personificadas, à própria sociedade, e não aos seus sócios[263].

Ocorre que, ao referir-se ao afastamento do próprio devedor, no caso das sociedades de responsabilidade limitada, o artigo 65 estaria determinando o afastamento da própria sociedade empresária do exercício de suas atividades, de modo que o gestor judicial, a ser nomeado em substituição ao devedor, passaria a gerir os negócios empresariais de fora da estrutura societária, em prejuízo de seus sócios não controladores, que podem não ter nenhuma relação com os atos irregulares que levaram à decisão de afastamento[264].

Em razão das graves consequências do afastamento da própria sociedade devedora, Eduardo S. Munhoz[265] e Sheila N. Cerezetti[266] defendem que o termo "devedor", no caso das sociedades personificadas de responsabilidade limitada, deveria ser utilizado para designar o *sócio controlador*, de modo que o gestor judicial nomeado assumiria as funções deste, passando a conduzir os negócios a partir da estrutura societária já existente, sem se afastarem indevidamente os sócios não controladores.

Os autores argumentam que, em razão da extrema concentração acionária existente no Brasil, há clara aproximação entre os detentores do capital social e a própria sociedade empresária; assim, no que se refere às sociedades de responsabilidade limitada, melhor seria que, em vez de ao devedor, a lei se dirigisse ao afastamento do sócio controlador[267]. Eduardo S. Munhoz afirma ainda que muitas das condutas previstas na lei jamais poderiam ser praticadas pelo devedor sociedade empresária, somente podendo vir a sê-lo por seu

---

[263] MUNHOZ, **Do procedimento de recuperação judicial**, op. cit., p. 307.
[264] Ibid.
[265] Ibid., p. 308.
[266] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 404-405. A autora, contudo, adota essa interpretação apenas nas hipóteses de extrema concentração acionária. Nas companhias de controle disperso, a autora propõe adoção semelhante àquela encontrada no direito alemão, em que os órgãos societários permanecem em funcionamento e o agente escolhido para a função recebe competências para matérias que sejam capazes de atingir a recuperação judicial (Ibid., p. 408).
[267] MUNHOZ, **Do procedimento de recuperação judicial**, op. cit., p. 308; CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 404-405.

sócio controlador ou por seus administradores, como é o caso dos crimes mencionados no inciso I do artigo 64[268].

Assim, de acordo com a interpretação dos referidos autores, nos casos em que as condutas previstas no artigo 64 sejam praticadas pelos *administradores*, a solução seria sua destituição e a consequente eleição de um novo administrador, na forma prevista em seus atos constitutivos ou no plano de recuperação judicial. Já no caso de as condutas terem sido praticadas por determinação do *sócio controlador*, haveria seu afastamento, com a nomeação de um gestor judicial eleito pelos credores, que assumiria as funções deste[269].

Haroldo M. D. Verçosa critica o posicionamento que identifica o devedor ao sócio controlador para fins da aplicação dos artigos 64 e 65 da lei. Segundo o autor, não há que se falar no afastamento do sócio controlador, na medida em que este permanece durante a recuperação judicial no regular exercício de suas atribuições, cujos limites vieram temporariamente a ser afetados pelos termos do plano de recuperação aprovado. Assim, o afastamento direto do controlador implicaria a *desapropriação privada de suas ações*, a qual não encontra base legal, tanto no plano da LRE quanto em relação às hipóteses de perda de propriedade previstas no Código Civil ou na Constituição Federal[270].

Ainda afirma o autor que, mesmo nas hipóteses de abuso de direito de voto ou exercício do direito de voto em conflito de interesses nas deliberações societárias, o juiz da recuperação judicial não teria poderes para excluir o controlador ou declarar nulas as deliberações da assembleia de sócios, devendo ser aplicadas as disposições previstas na legislação societária para a responsabilização do sócio controlador pelos prejuízos causados em razão dos atos praticados com abuso de poder (até porque a LRE não dispõe sobre tais hipóteses)[271].

Assim, para Haroldo M. D. Verçosa, o termo "devedor" deve ser entendido exclusivamente como *empresário individual* (e jamais como sociedade empresária ou sócio controlador). Segundo o autor, a lei preveria apenas as hipóteses de afastamento do

---

[268] MUNHOZ, **Do procedimento de recuperação judicial**, op. cit., p. 308.
[269] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 404-405.
[270] VERÇOSA, op. cit., p. 35.
[271] Ibid.

empresário e dos *administradores da sociedade empresária* que se encontrarem em uma das situações predeterminadas no artigo 64 da LRE[272].

Em contribuição à interpretação de que os sócios controladores não podem ser equiparados ao devedor para fins de aplicação de seu afastamento, Humberto Lucena da Fonseca argumenta que, quando da aprovação do projeto de lei na Câmara dos Deputados, o dispositivo em questão previa expressamente a possibilidade de afastamento do controlador, nas mesmas hipóteses previstas para o afastamento do administrador, o que se faria *por meio da suspensão de seu direito de voto*[273]. A regra, contudo, foi suprimida na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, o que permaneceu até o final do processo legislativo, de modo que o autor entende ser clara a intenção do legislador de excluir a hipótese de afastamento do controlador.

Por fim, Sérgio Campinho entende que, nas situações em que a substituição na forma do ato constitutivo ou da lei não venha a se mostrar factível, é possível a solução do alijamento do próprio devedor pessoa jurídica da condução da empresa. O autor cita o caso de uma sociedade empresária de responsabilidade limitada, formada por dois sócios, cabendo a ambos a administração e não estando permitida no contrato social a designação de administrador estranho ao corpo social. Incursos ambos os sócios-administradores em previsões legais ensejadoras da destituição, e não havendo como proceder à substituição, o resultado será que a sanção recaia sobre a própria sociedade[274].

Para a finalidade aqui proposta, importa concluir que, em qualquer das hipóteses de afastamento previstas na lei, e em qualquer das interpretações que se adote para o termo "devedor" empregado nos artigos 64 e 65 da lei, verifica-se uma efetiva ruptura do modelo tradicional do poder de controle previsto na Lei das S.A., caracterizado pelo poder do sócio controlador de determinar o direcionamento da atividade social, em razão de seu direito de votar nas deliberações da assembleia geral e de eleger a maioria dos administradores.

---

[272] Ibid., p. 34.
[273] FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. Comentários aos arts. 64 a 69, in: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Morão (Orgs.). **Comentários à nova Lei de Falência e Recuperação de Empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 432.
[274] CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 10.ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 163.

No caso de afastamento dos administradores, embora o sócio controlador retenha o poder de eleger a maioria dos administradores durante o processo de recuperação judicial, pode vê-los destituídos a requerimento de qualquer interessado (credores, administrador judicial, comitê de credores) ou de ofício pelo próprio juiz, nas hipóteses do artigo 64 da LRE.

Já o afastamento da própria sociedade empresária, com o consequente afastamento de seus órgãos societários e deliberativos, resultaria na perda completa do poder do sócio controlador, na medida em que o exercício do direito de voto – elemento caracterizador do exercício do controle societário previsto no artigo 116 da Lei das S.A. – ficaria suspenso, impossibilitando a utilização de seu poder de voto para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. O mesmo ocorreria na situação de afastamento do próprio sócio controlador, em que o gestor judicial assumiria as funções deste, com a diferença de que os direitos dos sócios minoritários que não deram causa aos atos ilícitos que ensejaram o afastamento do sócio controlador seriam preservados.

3.1.2. Limitações ao poder do sócio controlador no processo de recuperação judicial

Analisamos nos itens anteriores as prerrogativas do sócio controlador que são mantidas durante o processo de recuperação judicial. Como vimos, o sócio controlador, seja por meio da prevalência de sua vontade nas deliberações da assembleia de sócios, seja no caso do pedido de urgência formulado pelos administradores, é o único legitimado a autorizar o pedido de recuperação judicial pela sociedade empresária. A LRE também legitima exclusivamente o devedor (que o fará por meio de seus órgãos internos, orientados pelo sócio controlador) a propor o plano de recuperação, contendo os meios a ser empregados na solução da crise empresarial.

Soma-se a isso o fato de que os administradores eleitos majoritariamente pelo sócio controlador (quando não é ele mesmo que acumula as funções de controlador e administrador da sociedade empresária) são mantidos na condução da atividade empresarial durante o processo, exceto se o plano de recuperação prever de forma diversa ou nas hipóteses de afastamento do devedor ou dos administradores previstas no artigo 64 da lei. Os órgãos de fiscalização da administração impostos pela lei (administrador judicial

e comitê de credores) possuem funções de natureza fiscalizatória e não têm o poder de interferir na condução da atividade empresarial pelo sócio controlador.

Contudo, depois da distribuição do pedido de recuperação judicial, certas limitações são impostas ao poder do sócio controlador. A principal delas é que seu poder de dar a destinação dos bens de produção fica condicionado à aprovação do juiz, depois de ouvido o comitê de credores (se houver) ou dos credores, mediante a aprovação do plano de recuperação, que pode ser tácita ou formalizada em assembleia geral de credores.

É nesse sentido que Haroldo M. D. Verçosa afirma que, se por um lado o sócio controlador permanece com a titularidade das ações ou quotas que lhe outorgam o *status* correspondente e os órgãos normais da sociedade permanecem em funcionamento, passam a se sujeitar a um novo regime de atuação, em que acabam atuando de forma limitada e condicionada aos termos previstos no plano de recuperação e à competência do administrador judicial, da assembleia de credores e do gestor judicial, conforme o caso concreto[275].

As limitações ao poder do sócio controlador serão analisadas nos próximos tópicos deste capítulo.

3.1.2.1. Impossibilidade de desistência do pedido de recuperação judicial

Como analisado anteriormente, a legitimidade para propositura do pedido de recuperação judicial é exclusiva do devedor, por meio de autorização da assembleia de sócios. Contudo, uma vez deferido o processamento da recuperação judicial, não é mais possível a desistência unilateral do pedido, tendo o devedor de obter a aprovação da assembleia geral de credores para tanto (art. 52, §4º).

Rachel Sztajn afirma que, se o pedido de recuperação judicial constitui uma estratégia destinada a facilitar a preservação dos negócios, a desistência deve ser entendida como uma nova estratégia, cabendo ao devedor explicar aos seus credores, de forma

[275] VERÇOSA, op. cit., p. 30.

convincente, porque o melhor resultado para os interessados está na desistência do procedimento, seja em razão da piora extremada da situação, com a resultante necessidade de decretação da falência, seja em razão de fatos novos que permitam supor que a proteção judicial da recuperação judicial possa ser dispensada[276].

Assim, não sendo possível o convencimento da maioria dos credores pela necessidade de desistência do pedido depois de seu deferimento, computada de acordo com o quórum previsto no artigo 42 da LRE, a matéria será rejeitada e o processo de recuperação judicial terá prosseguimento, nos termos da lei.

3.1.2.2. Restrições na alienação e oneração de bens

O artigo 66 da LRE prevê que "após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, salvo evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o Comitê, com exceção daqueles previamente relacionados no plano de recuperação judicial".

Assim, ainda que os administradores sejam mantidos na condução dos negócios, a distribuição do pedido de recuperação cria algumas restrições à sua liberdade de atuação.

Segundo Eduardo S. Munhoz, dentre tais restrições, talvez a mais importante seja a impossibilidade de alienar ou onerar bens de seu ativo permanente (que equivale a *ativo não circulante* em uma leitura atualizada da LRE, em razão das alterações introduzidas na Lei das S.A. pela Lei nº 11.941/09), salvo evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o comitê de credores[277].

Ativos não circulantes são todos os elementos não passíveis de liquidação imediata, não sendo, portanto, classificáveis no ativo circulante. Assim, são classificados no ativo

[276] SZTAJN, op. cit., p. 264.
[277] MUNHOZ, **Do procedimento de recuperação judicial**, op. cit., p. 315.

não circulante os ativos que tenham sido adquiridos, ou sejam mantidos, com intenção de permanência, de que são exemplos o imobilizado e os intangíveis[278].

Segundo Munhoz, em uma perspectiva de maior proteção aos credores, seria de se admitir a alienação ou oneração de bens do ativo não circulante desde que houvesse a concordância do comitê de credores, transferindo o poder de decisão quanto à matéria ao órgão de representação do interesse do conjunto de credores[279]. A solução adotada, contudo, foi a de outorgar ao juiz a decisão sobre a matéria, exigindo-se a manifestação prévia do comitê, a qual não vincula o juiz, podendo este autorizar a alienação ou oneração do ativo, desde que reconheça a existência de evidente utilidade[280].

Nos casos em que não há constituição do comitê de credores, a solução mais coerente é aquela de se ouvir a opinião do administrador judicial em relação à matéria, em razão do disposto no artigo 28 da LRE[281].

Ainda, nos casos em que o bem for objeto de garantia real, a alienação ou oneração pretendida deverá também ser expressamente autorizada pelo credor titular da respectiva garantia, nos termos previstos no artigo 50, §1º da LRE.

A parte final do dispositivo excepciona a necessidade de autorização judicial nos casos em que a alienação ou oneração do ativo não circulante esteja previamente relacionada no plano de recuperação, transferindo o poder de decisão sobre a matéria do juiz aos credores que, reunidos em assembleia, decidirão sobre a aprovação ou rejeição da reorganização da empresa e de todos os atos necessários à sua implementação, expressamente contidos no plano de recuperação proposto pelo devedor.

Nesse ponto, cabe ressaltar que há o risco de ser declarada nula a cláusula no plano que contenha previsão genérica de alienação ou oneração de ativo não circulante sem

---

[278] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 6.ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 922.
[279] MUNHOZ, **Do procedimento de recuperação judicial**, op. cit., p. 315.
[280] Ibid.
[281] O artigo 28 dispõe que "não havendo Comitê de Credores, caberá ao administrador judicial ou, na incompatibilidade deste, ao juiz exercer suas atribuições".

autorização judicial ou dos credores[282]. Assim, é importante que o plano especifique e detalhe a operação pretendida, de modo que os credores possam avaliá-la e decidir por sua autorização ou rejeição.

A restrição legal para alienação ou oneração de bens que compõem o ativo não circulante da sociedade empresária implica relevante limitação ao poder do sócio controlador de dispor dos bens sociais em razão do ajuizamento do pedido de recuperação judicial, como observa Maurício M. Mendonça de Menezes:

> se é postulado incontroverso na doutrina brasileira e estrangeira que, mediante o exercício do controle acionário, dá-se a dissociação entre a titularidade dos bens de produção e o poder de disposição (em sentido amplo) de tais bens, o dispositivo legal em tela serve para limitar frontalmente uma das mais relevantes faculdades inerentes ao poder de controle, que é exatamente dispor (em sentido estrito) dos bens da companhia[283].

Assim, uma das principais limitações ao poder do sócio controlador impostas em decorrência do ajuizamento da recuperação judicial é justamente a necessidade de se obter autorização prévia para a alienação e oneração de bens de seu ativo não circulante, condicionando o exercício de seu poder de dar destinação aos bens sociais à anuência do juiz ou dos credores, a depender do caso.

3.1.2.3. Restrições quanto ao conteúdo do plano de recuperação judicial

Se é certo que a lei confere amplos meios de recuperação a ser empregados na superação da crise empresarial, há, por outro lado, certas limitações que devem ser observadas pelo controlador ao ditar o conteúdo do plano de recuperação estabelecendo os meios a ser empregados na superação da crise e a forma de pagamento dos credores sujeitos à recuperação judicial.

---

[282] Nesse sentido é a jurisprudência do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo: "Recuperação judicial – Plano aprovado e homologado – Soberania da assembleia de credores – Relativização – Jurisprudência – Exame concreto das cláusulas – Termo inicial do prazo de supervisão – Ressalva derivada do entendimento consolidado no Enunciado II do Grupo de Câmaras Reservadas de Direito Empresarial – Contagem a ser iniciada após o transcurso do prazo de carência fixado – Deságio previsto com razoabilidade – Prazo de carência que não é excessivo – Correção monetária calculada com aplicação da Taxa Referencial (TR) – Ausência de ilegalidade – Previsão da alienação de ativos sem prévia autorização judicial – Cláusula afastada – Ilegalidade reconhecida – Iliquidez do plano descaracterizada – Recurso conhecido e parcialmente provido" (TJSP; Agravo de Instrumento 2052638-15.2019.8.26.0000; Relator Fortes Barbosa; 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; J. 24.6.2019).

[283] MENEZES, op. cit., p. 126.

Dentre tais limitações, a lei expressamente impõe a obrigação de pagamento dos créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho no prazo de até um ano (artigo 54). Com relação àqueles créditos de natureza estritamente salarial vencidos nos três meses anteriores ao pedido, a lei prevê um prazo ainda mais curto, de até trinta dias para pagamento (artigo 54, parágrafo único).

Conforme constatam Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli, as limitações do artigo 54 dizem respeito à validade da cláusula, não à validade do plano como um todo[284]. Assim, por conta do disposto no artigo em questão, o devedor não poderá propor referida cláusula e, se a propuser, o juiz não poderá aceitá-la, pois fere norma cogente de interesse público, mesmo que os interessados estiverem dispostos a com ela concordar[285].

O plano também não poderá prever a alienação ou oneração de bens objeto de garantia real sem que haja a autorização expressa do credor titular da respectiva garantia, nos termos previstos no artigo 50, §1º da LRE[286]. Sobre o tema, Ayoub e Cavalli afirmam que, caso o plano contenha cláusula de substituição ou supressão de garantias reais, referida cláusula não terá eficácia perante o credor titular da garantia se ele não a aprovar expressamente.[287]

Ainda, com relação aos créditos em moeda estrangeira, a variação cambial só poderá ser afastada se o credor titular do respectivo crédito aprovar expressamente previsão diversa no plano (artigo 50, §2º).

Ayoub e Cavalli também apontam como limitação ao conteúdo do plano de recuperação judicial o tratamento não homogêneo entre credores[288]. Assim, o plano deverá

---

[284] AYOUB; CAVALLI, op. cit., p. 232.
[285] Ibid.
[286] Não obstante a expressa previsão legal, a 3ª Turma do Superior Tribunal de Justiça decidiu, em duas ocasiões, pela possibilidade de o plano de recuperação suprimir a garantia do credor titular de garantia real sem sua expressa anuência, desde que conte com a aprovação dos credores devidamente representados em cada uma das classes: STJ; Recurso Especial 1.532.943-MT; Relator Min. Marco Aurélio Bellizze; 3ª Turma; J. 13.9.2016; STJ; Recurso Especial 1.700.487-MT; Relator Min. Marco Aurélio Bellizze; 3ª Turma; J. 2.4.2019.
[287] AYOUB; CAVALLI, op. cit., p. 234.
[288] Ibid., p. 236.

tratar os credores por classe, não sendo possível que o plano estabeleça tratamento individualizado a cada um dos credores integrantes de uma classe, podendo, contudo, prever o tratamento diferenciado entre conjuntos de credores de uma mesma classe[289], conforme entendimento consolidado na Primeira Jornada de Direito Comercial do Conselho de Justiça Federal, no Enunciado 57, que assim prevê:

> O plano de recuperação judicial deve prever tratamento igualitário para os membros da mesma classe de credores que possuam interesses homogêneos, sejam estes delineados em função da natureza do crédito, da importância do crédito ou de outro critério de similitude justificado pelo proponente do plano e homologado pelo magistrado.

Assim, a prerrogativa do controlador de elaborar e propor o plano de recuperação é limitada em razão do que foi exposto, sob pena de o plano não ser homologado pelo judiciário, de ser declarada a nulidade da cláusula contrária à previsão ilegal ou de a cláusula ser ineficaz [290].

3.1.2.4. Autonomia dos credores na aprovação do plano de recuperação

A atual legislação concursal brasileira conferiu funções relevantes aos credores durante o processo de recuperação judicial. A principal delas diz respeito à avaliação do

---

[289] Ayoub e Cavalli ressaltam que um dos critérios mais utilizados para criar subconjuntos de credores de uma classe é o valor do crédito, embora possa o plano contemplar outros critérios, sendo possível que o plano dispense tratamento favorecido a credores colaboradores da empresa em recuperação, que são os credores que se dispõem a continuar a financiar a empresa durante a recuperação judicial. (Ibid.).

[290] A possibilidade da realização de controle de legalidade das disposições do plano de recuperação pelo judiciário é reconhecida e aceita pela doutrina e jurisprudência. Nesse sentido, João P. Scalzilli, Luis F. Spinelli e Rodrigo Tellechea: "Portanto, o plano aprovado pela assembleia geral de credores está sujeito ao controle judicial de legalidade. Esse é o papel do magistrado. Antes de homologar a aprovação do plano (que possui caráter negocial), o juiz deve aferir a regularidade da assembleia, de instalação do conclave, de deliberação, entre outras), se, relativamente ao plano, foram atendidos os requisitos de validade dos atos jurídicos em geral, e se não fere os princípios gerais de direito, a Constituição Federal, a própria LREF e suas normas cogentes" (SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 408.) e também a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça: RECURSO ESPECIAL. AÇÃO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL. CONTROLE DO MAGISTRADO SOBRE O PLANO DE SOERGUIMENTO. APROVAÇÃO DA ASSEMBLEIA GERAL DE CREDORES. VIABILIDADE ECONÔMICA. SOBERANIA DA AGC. LEGALIDADE. VERIFICAÇÃO PELO JUDICIÁRIO. REEXAME DE FATOS E PROVAS E INTERPRETAÇÃO DE CLÁUSULAS CONTRATUAIS. INADMISSIBILIDADE. 1. Processamento da recuperação judicial deferido em 24.5.2013. Recurso especial interposto em 4.11.2014 e atribuído ao Gabinete em 25.8.2016. 2. A jurisprudência das duas Turmas de Direito Privado do STJ sedimentou que o juiz está autorizado a realizar o controle de legalidade do plano de recuperação judicial, sem adentrar no aspecto de sua viabilidade econômica, a qual constitui mérito da soberana vontade da assembleia geral de credores. 3. O reexame de fatos e provas e a interpretação de cláusulas contratuais em recurso especial são inadmissíveis. 4. Recurso especial não provido. (STJ; Recurso Especial 1660195-PR; Rel. Min. Nancy Andrighi; 3ª Turma; J. 4.4.2017).

plano de recuperação proposto pelo devedor[291]. Sob o argumento de que os credores, que participam do mercado em que está inserido o devedor, são os maiores interessados no êxito do processo, o legislador entendeu serem eles as pessoas mais indicadas para decidir acerca da viabilidade do plano de recuperação[292].

E essa decisão pode ser tomada de forma tácita pelos credores, quando nenhum deles apresentar objeção ao plano proposto pelo devedor dentro do prazo legal, ou de forma expressa, por meio do exercício do direito de voto em assembleia geral de credores, convocada por determinação do juiz para deliberar sobre o plano de recuperação[293].

Conforme afirma Francisco Satiro, em razão da grande quantidade de credores envolvidos no processo de recuperação, com diferentes objetivos, históricos, perfis e créditos de valor e natureza distintos, dificilmente será possível a obtenção de um alinhamento natural e voluntário entre credores, principalmente em função dos altíssimos custos de transação para sua organização[294]. Assim, como se reconhece na continuidade da empresa viável um valor a ser protegido em benefício de uma gama de interessados, mas principalmente dos credores, a lei os organiza e os qualifica de forma a obter um foro único de decisão majoritária, a fim de se viabilizar eventual aprovação da proposta de reorganização do devedor[295].

Sobre o tema, Sheila N. Cerezetti acrescenta que os credores podem ter um interesse comum na maximização do valor da empresa em prol da satisfação de seus créditos, mas que esse fato não exclui a existência de interesses divergentes entre eles. Assim, em razão da rígida hierarquia dos créditos no cenário de falência, os credores terão parâmetros de comparação distintos para aprovar ou rejeitar o plano de recuperação. Credores quirografários, por exemplo, estariam mais propensos a aprovar o plano, enquanto os

---

[291] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 278.
[292] Cf. Parecer nº 534, de 2004, de relatoria do senador Ramez Tebet sobre o projeto de Lei da Câmara nº 71, de 2003, (nº 4.376/93, na 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. Disponível em: http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933. Acesso em: 18 nov. 2019, p. 32.
[293] Cf. art. 56 da LRE: "Havendo objeção de qualquer credor ao plano de recuperação judicial, o juiz convocará a assembleia geral de credores para deliberar sobre o plano de recuperação".
[294] SATIRO, A autonomia dos credores…, op. cit., p. 107.
[295] Ibid.

credores com garantia real poderão concluir que a imediata liquidação dos ativos seria o melhor caminho a se seguir para a satisfação de seus créditos[296].

Nesse sentido, a autora constata que, não obstante a verificação de um interesse comum, inexiste completa homogeneidade entre os interesses dos diversos credores que compõem a assembleia geral. Buscando-se uma melhor organização dos interesses dos diversos credores envolvidos é que se desenvolveu a ideia de separar os credores em diferentes classes[297].

Para fins de participação e deliberação em assembleia geral de credores, a LRE divide os credores em quatro diferentes classes estabelecidas no artigo 41, quais sejam: *(i)* credores trabalhistas; *(ii)* credores com garantia real, até o limite do valor do bem dado em garantia; *(iii)* credores quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral e subordinados; e *(iv)* credores que se qualificam como microempresa e empresas de pequeno porte[298].

O artigo 45 da LRE prevê que cada uma das classes de credores deve aprovar o plano em assembleia de credores. Nas classes trabalhista e de credores de microempresas e empresas de pequeno porte, a concordância é obtida mediante a anuência da maioria simples dos credores presentes à assembleia, independentemente do valor do crédito detido por cada um deles. Já nas demais classes exige-se uma dupla maioria: além da maioria simples dos credores presentes, é necessária a anuência da maioria do valor total dos créditos presentes.

---

[296] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 281.
[297] Ibid., p. 282.
[298] Cabe ressaltar que os critérios de divisão dos credores em classes estabelecidos pela LRE são criticados por Sheila N. Cerezetti. Segundo a autora, a divisão proposta não cumpre a função de organizar os credores de acordo com interesses homogêneos, visto reunir na mesma classe credores de distinta naturezas e hierarquias. Exemplo disso é a terceira classe participante da assembleia geral de credores na recuperação judicial, composta por titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral e subordinados. (CEREZETTI, Sheila Christina Neder. As classes de credores como técnica de organização de interesses: em defesa da alteração da disciplina das classes na recuperação judicial, in: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Orgs.). **Direito das empresas em crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 375).

Apenas os credores são legitimados a participar da assembleia geral de credores. O controlador[299], bem como os demais sócios titulares de créditos contra a sociedade empresária, apesar de poderem participar da assembleia, não possuem direito de voto em razão dos créditos que detenham, nos termos do artigo 43 da LRE, que assim prevê:

> Os sócios do devedor, bem como as sociedades coligadas, controladoras, controladas ou as que tenham sócio ou acionista com participação superior a 10% do capital social do devedor ou em que o devedor ou algum de seus sócios detenham participação superior a 10% do capital social, poderão participar da assembleia geral de credores sem ter direito a voto, e não serão considerados para fins de verificação do quórum de instalação e de deliberação.

O legislador, portanto, considerou que existe um nítido conflito de interesses na participação dos sócios nas decisões tomadas na recuperação judicial, uma vez que seus interesses já seriam protegidos pela voz da própria sociedade na propositura do plano de recuperação, o que poderia representar uma duplicação de mecanismos de proteção aos seus interesses[300].

Em razão da atribuição aos credores, reunidos em assembleia geral, da importante função de aprovação ou rejeição do plano de recuperação, o poder do controlador de determinar o destino da empresa em recuperação judicial passa a se sujeitar à deliberação tomada pelos credores, sob pena de se ver a falência da sociedade controlada decretada em decorrência da rejeição do plano pelos credores[301].

Dessa forma, apesar da prerrogativa exclusiva do controlador para propositura do plano de recuperação e da necessidade de sua expressa concordância para a realização de modificações ao plano propostas pelos credores em assembleia geral, ao rejeitar

---

[299] Marcelo Sacramone, ao comentar o art. 43 da LRE, afirma que o termo "controlador" nele utilizado não deve ser aplicado apenas ao sócio controlador, pois o termo não exige a participação societária, podendo ser aplicado ao controlador de fato da sociedade. Esse tema será analisado no item 5.8. (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 180-181).

[300] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 225. Nesse ponto, cabe mais uma vez ressaltar a crítica realizada por Sheila N. Cerezetti de afastamento de todos os sócios na participação das decisões tomadas no âmbito da recuperação judicial. Tratando especificamente das sociedades por ações, a autora constata que, em sua grande parte, a administração das sociedades reflete apenas os interesses do acionista controlador, de modo que os acionistas minoritários não encontrariam seus interesses protegidos no âmbito da própria sociedade e tampouco no processo de recuperação judicial, implicando sua completa exclusão com relação às decisões que afetam a companhia (Ibid., p. 226-227).

[301] Cf. dispõe o art. 56, §4º da LRE: "Rejeitado o plano de recuperação pela assembleia geral de credores, o juiz decretará a falência do devedor".

modificações sugeridas pelos credores, poderá aprofundar os riscos da empresa por ele controlada, uma vez que a ausência de acordo com os principais credores quanto ao conteúdo do plano poderá ser causa para a decretação da falência da empresa[302].

A ameaça da rejeição do plano de recuperação em assembleia geral de credores que pode levar à decretação da falência é um importante instrumento detido por credores para impor sua vontade sobre os órgãos decisórios da sociedade empresária, mecanismo de todo similar ao exercício do controle externo financeiro analisado no item 1.2.2.3. O efetivo uso dessa prerrogativa, contudo, depende de determinados fatores, tais como a relevância e a natureza do crédito detido pelo credor ou grupo de credores contra a sociedade em recuperação judicial, e sua predisposição para efetivamente buscar elaborar o plano de recuperação junto ao devedor, assumindo eventuais responsabilidades daí decorrentes. Esse tema será analisado em detalhes nos próximos capítulos da presente dissertação.

A autonomia dos credores na deliberação sobre o plano de recuperação judicial é limitada, por sua vez, pelo controle de legalidade realizado pelo poder judiciário quanto ao voto proferido pelo credor, isto é, a verificação sobre se houve o exercício abusivo do direito de voto ou algum outro vício em seu exercício[303].

Apesar de o direito de voto ser a principal ferramenta à disposição do credor para a tutela de seu crédito, esse direito não é absoluto. Como negócio jurídico, o voto se submete aos pressupostos de validade estabelecidos pelo Código Civil, podendo ser declarado nulo caso exercido de forma abusiva, visto que, nos termos do artigo 187 do Código Civil, "comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos por seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes"[304].

A doutrina e jurisprudência divergem sobre os critérios para se determinar o exercício abusivo do direito de voto. Para Marcelo Sacramone, o que caracteriza o abuso é

---

[302] Nesse sentido, Maurício M. M. de Menezes: "Logo, segundo o regime legal, poderá o devedor tão somente rejeitar eventuais modificações sugeridas pelos credores (art. 56, §3º, da Lei n. 11.101/2005). Mas assim o fazendo, poderá aprofundar seus riscos, porquanto o dissenso não remediado eficazmente será causa para decretação de falência" (MENEZES, op. cit., p. 256).
[303] Nesse sentido: SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 406-407; SATIRO, A autonomia dos credores…, op. cit.
[304] Nesse sentido: SACRAMONE, op. cit., p. 171.

o exercício anormal do direito de voto, assim entendido como o voto proferido não em consideração ao seu interesse como credor, mas à proteção de seus interesses exclusivamente particulares, extrapolando a comunhão de interesses existente naquela específica classe de crédito[305]. Assim, seria considerado abusivo o voto do credor que se recusa injustificadamente a negociar o plano e aquele que contraria a racionalidade econômica, tal como aquele proferido por um credor que reluta em aprovar um plano que lhe proporciona mais vantagens do que receberia na situação de falência[306].

Já para Satiro, o simples fato de os credores sujeitos à recuperação judicial constituírem uma comunhão não significa que tenham, de fato, interesses alinhados, de modo que cada credor deliberará na exata medida de seu interesse individual, desde que legítimo[307]. Assim, o autor argumenta que a desconsideração de voto do credor deve ser uma medida excepcional, tendo ele o direito de preferir a falência à recuperação judicial sem que isso importe em desqualificação de sua manifestação de vontade[308].

A validade do exercício do voto pelo devedor, nesses termos, não deve ser auferida com base na violação ao princípio da preservação da empresa, o qual não vincula os credores, mas sim nos casos de seu exercício ilegítimo. Satiro cita como exemplo de voto ilegítimo aquele proferido por um credor que condiciona seu voto favorável na assembleia de credores à contemplação no plano de um interesse seu pessoal e incompatível com a situação de igualdade com os demais credores da mesma classe e natureza[309].

Além do controle de legalidade no exercício do direito de voto, a autonomia dos credores na aprovação do plano também é limitada pela possibilidade de o juiz conceder a recuperação judicial com base em um plano que não obteve aprovação na forma do artigo 45 da lei, mediante a superação do veto de uma ou duas[310] classes de credores, aplicando-se a regra conhecida como *cram down*[311].

---

[305] Ibid., p. 171-172.
[306] Ibid.
[307] SATIRO, A autonomia dos credores…, op. cit., p. 108.
[308] Ibid., p. 112.
[309] Ibid.
[310] A Lei Complementar 147/2014, que alterou o artigo 41 da LRE ao incluir uma quarta classe de credores (titulares de créditos enquadrados como microempresa ou empresa de pequeno porte), não ajustou a regra de aprovação do plano por *cram down* contida no artigo 58, §1º, para refletir a inclusão da quarta classe de credores. A doutrina ao interpretar referido artigo entende que deve ser adotada interpretação favorável ao

O artigo 58, §1º da LRE estabelece os requisitos para aplicação do *cram down*, sendo eles: *(i)* o voto favorável de credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes; *(ii)* a aprovação por duas classes de credores ou, caso haja somente duas classes, que tenha sido aprovado por pelo menos uma delas; *(iii)* na(s) classe(s) que o houver rejeitado, o voto favorável de mais de 1/3 dos credores, computados na forma do artigo 45. Além disso, o artigo 58, §2º estabelece que o *cram down* somente poderá ser aplicado se o plano não implicar tratamento diferenciado entre os credores da(s) classe(s) que o houver rejeitado.

Apesar de o §1º do artigo 58 estabelecer que "[o] juiz *poderá* conceder a recuperação judicial", a doutrina majoritariamente entende que, na verdade, o artigo 58, §1º acabou por criar um quórum alternativo para a aprovação do plano de recuperação, tratando-se de um dever do juiz a concessão da recuperação estando presentes os requisitos ali previstos, não havendo discricionariedade[312].

Assim, a possibilidade de superação de veto de uma ou duas classes de credores mediante a aplicação do instituto do *cram down* acaba por limitar a autonomia dos credores na deliberação sobre o plano de recuperação judicial, mediante a imposição de quórum mais brando para a aprovação do plano.

Em conclusão a este tópico, entende-se que o direito de voto conferido aos credores para deliberar sobre a aprovação ou rejeição do plano de recuperação proposto pela sociedade devedora e, indiretamente, pelo sócio controlador, é o principal instrumento conferido pela LRE como contrapeso à manutenção das prerrogativas do sócio controlador, atuando como importante limitador no exercício do controle societário.

---

devedor, no sentido de se entender que, no caso de existirem quatro classes de credores, basta a aprovação por duas classes para aplicação do *cram down*, desde que em todas as classes que rejeitaram tenha sido cumprido o requisito do inciso III. (SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 400). Esse entendimento também foi consolidado no Enunciado 79 da II Jornada de Direito Comercial: "79. O requisito do inc. III do §1º do art. 58 da Lei n. 11.101 aplica-se a todas as classes nas quais o plano de recuperação judicial não obteve aprovação nos termos do art. 45 desta Lei".

[311] O termo *cram down* é utilizado nos Estados Unidos para designar mecanismos de superação de veto de uma classe de credores, mas que possui disciplina completamente diversa daquela adotada pelo legislador brasileiro (sobre o tema, ver: CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 312-214).

[312] Nesse sentido: MUNHOZ, **Do procedimento de recuperação judicial**, op. cit., p. 289; SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 403; SACRAMONE, op. cit., p. 260.

O nível de influência a ser exercício pelos credores na decisão acerca da manutenção da empresa no mercado (mediante a aprovação do plano de recuperação) ou sua liquidação (mediante sua rejeição e consequente quebra) depende de uma série de questões fáticas, principalmente relacionadas ao nível de organização existente entre eles para coordenação de seus interesses e maior representatividade na assembleia geral de credores, além do ativismo por parte dos credores na busca de uma solução para a superação da crise empresarial.

No próximo capítulo, será analisado como a organização dos credores e ativismo nas situações de insolvência empresarial, em especial nos processos de reorganização – como é o caso da recuperação judicial, no ordenamento brasileiro –, tem levado ao exercício de grande influência por determinado credor ou grupo de credores na gestão de empresas em crise.

3.2. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE NO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO EXTRAJUDICIAL

Conforme observa Luiz Fernando V. de Paiva, a sociedade devedora mantém a livre administração de seus bens no curso do processo de recuperação extrajudicial, não havendo a necessidade de nomeação de um administrador judicial para fiscalizar as atividades do devedor[313]. Como ocorre na recuperação judicial, a legitimidade ativa para propor e negociar um plano de recuperação extrajudicial, bem como para apresentar pedido de homologação do plano em juízo, é exclusiva do devedor[314].

As restrições legais impostas ao devedor (e, indiretamente, ao sócio controlador) em recuperação judicial não são impostas ao devedor em recuperação extrajudicial. Assim, a lei não impede que o devedor pratique atos de oneração ou alienação de bens; a não homologação do plano pelo judiciário não acarreta a decretação da falência, podendo o devedor apresentar novo pedido de homologação de plano[315]; e o devedor também não

[313] PAIVA, Da recuperação extrajudicial…, op. cit., p. 587.
[314] Cf. dispõem os arts. 161 e 162 da LRE.
[315] Cf. dispõe o art. 164, §8º, da LRE.

permanece sob fiscalização pelos dois anos subsequentes à concessão da recuperação extrajudicial.

Como se vê, o poder do controlador de dispor dos bens sociais permanece inalterado durante o processo de recuperação extrajudicial, salvo se o plano de recuperação aprovado pelos credores e homologado pelo judiciário prever de modo diverso.

A ausência de restrições ao poder do controlador nos processos de recuperação extrajudicial se justifica pelo fato de ser um procedimento indicado para crises menos complexas, que não exigem reformas societárias ou operações de grande complexidade, ou, ainda, que não envolvam situações de profunda iliquidez ou insolvabilidade[316].

Não obstante, como será constatado no Capítulo 4, devedor e credores vêm utilizando a recuperação extrajudicial como forma de implementar a transferência do controle a determinado grupo de credores, prevendo no plano a conversão dos créditos em capital da empresa reestruturada. A utilização do processo de recuperação extrajudicial, nesses casos, é fundamental para se garantir a vinculação dos credores minoritários dissidentes à reestruturação proposta, mediante a utilização da modalidade de recuperação extrajudicial impositiva[317].

3.3. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE NO PROCESSO DE FALÊNCIA

A partir da decretação da falência, o devedor é alijado do comando da atividade empresária. No caso das sociedades empresárias, o sócio controlador perde o poder de ditar as diretrizes para o exercício da atividade; e os administradores, o poder de gestão e representação[318]. Além de seu afastamento imediato, o falido (empresário individual ou sociedade empresária) fica inabilitado para o exercício da atividade empresária desde a decretação da quebra e até a sentença que extingue suas obrigações (artigo 102 da LRE).

---

[316] SATIRO, Da recuperação extrajudicial, op. cit., p. 524.
[317] A modalidade de recuperação impositiva, conforme definição de Luiz F. Valente de Paiva, é aquele que "exige a assinatura de pelo menos 3/5 (três quintos) dos credores de cada espécie ou grupo de credores sujeitos ao plano que, uma vez homologado, obriga a todos os credores a ele sujeitos, tenham ou não com ele concordado. As condições previstas no plano são, portanto, impostas aos credores que não o subscreveram e àqueles que expressamente o tenham rejeitado" (PAIVA, Da recuperação extrajudicial, op. cit., p. 571).
[318] SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 566.

Ainda, a decretação da falência acarreta a imediata perda do direito do sócio controlador e dos administradores de gerir e dispor dos bens do falido, os quais passarão a compor a massa falida. João P. Scalzilli, Luis F. Spinelli e Rodrigo Tellechea afirmam que, com a decretação da falência, ocorre a perda da administração e da disponibilidade sobre os bens (o que chamam de *desapossamento*) mas não da propriedade. Assim, o direito sobre o patrimônio seria paralisado, e não extinto[319].

As funções de gestão, administração dos bens e representação da massa falida passam, então, a ser exercidas pelo administrador judicial nomeado pelo juiz, que tomará as providências para a arrecadação e liquidação dos bens, em prol da comunidade de credores.

Segundo Carlos Henrique Abrão, a perda do direito de dispor dos próprios bens se dá em razão da inaptidão do falido para exercício da atividade empresarial, tendo este de responder pelas consequências[320]. João P. Scalzilli, Luis F. Spinelli e Rodrigo Tellechea criticam o posicionamento do autor, afirmando que, muitas vezes, a quebra é ocasionada por fatores externos e imprevisíveis que fogem ao controle do empresário ou da sociedade, devendo-se evitar atribuir qualquer conotação vexatória ao falido. Nesse sentido, os autores defendem que o desapossamento objetiva, na verdade, evitar que os bens sejam liquidados de forma precipitada e a preço aviltante, buscando-se a preservação e otimização produtiva dos bens, nos termos do artigo 75 da LRE[321].

O desapossamento não acarreta, necessariamente, a paralisação das atividades[322]. O administrador judicial pode continuar provisoriamente as atividades, seja com o objetivo de finalizar algum empreendimento em curso, cujo término possa reduzir as perdas, ou facilitar a venda do estabelecimento em funcionamento a terceiro que possa dar

---

[319] Ibid., p. 575.
[320] ABRÃO, Carlos Henrique, Seção V. Da inabilitação empresarial, dos direitos e deveres do falido, in: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Orgs.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 6.ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 410.
[321] SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 577.
[322] Ibid.

continuidade ao negócio anteriormente desenvolvido pelo falido, evitando a perda do *going concern value*[323].

Embora afastado da direção do próprio negócio, a lei assegura a participação do falido no processo, outorgando-lhe direitos e deveres. Assim, o falido poderá fiscalizar a administração da falência, requerer providências necessárias para a conservação de seus direitos ou dos bens arrecadados e intervir nos processos em que a massa falida for parte ou interessada (artigo 103). Por outro lado, a lei impõe ao falido o dever geral de colaboração para o bom andamento do processo, devendo o falido (por meio de seus administradores, no caso das sociedades empresárias) comparecer aos atos da falência, não se ausentar sem motivo justo e comunicação ao juiz, prestar informações, auxiliar o administrador judicial, dentre outros deveres estabelecidos no artigo 104 da LRE.

O falido permanece inabilitado para o exercício de atividade empresarial até a sentença que extinguir suas obrigações. Assim, depois desse período, e não havendo condenação por crime falimentar, o falido estará reabilitado, podendo voltar a atuar no mercado[324].

João P. Scalzilli, Luis F. Spinelli e Rodrigo Tellechea advertem para o fato de haver divergência doutrinária quanto à aplicação do instituto da reabilitação para as sociedades empresárias, especialmente em razão de a legislação societária prever a falência como uma das causas da dissolução da sociedade (artigo 206, II, "c" da Lei das S.A. e artigos 1.044 e 1.087 do Código Civil)[325]. Segundo os autores, a falência é causa legal de dissolução, mas não de extinção automática da sociedade depois da finalização do processo falimentar, de modo que a extinção da personalidade jurídica ocorreria apenas com o cancelamento de seu registro perante o órgão do Registro de Empresas[326].

Seguindo o entendimento adotado pelos autores, seria possível que, uma vez encerrado o processo falimentar e extintas as obrigações do falido, e desde que não tenha sido feito o cancelamento do registro perante os órgãos competentes, a sociedade

[323] Ibid., p. 556-557.
[324] Ibid., p. 913.
[325] Ibid., p. 916.
[326] Ibid., p. 917.

empresária volte a atuar no mercado, retomando a exploração de sua atividade empresária, sob comando de seu sócio controlador.

4. ORGANIZAÇÃO E ATIVISMO DOS CREDORES NAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL

No capítulo anterior, analisamos como o poder de controle é alocado nos processos formais de insolvência regulados pela LRE. Como visto, nos processos de recuperação, o legislador brasileiro optou pela manutenção do devedor (e de seus órgãos societários) na condução da atividade empresarial, conferindo-lhe prerrogativas exclusivas, como a decisão sobre iniciar o processo e a tarefa de elaborar o plano de recuperação, sendo que qualquer modificação proposta por credores deve ser expressamente aprovada pelo devedor, comandado, no caso das sociedades empresárias, por seu sócio controlador.

Por outro lado, a lei impôs certas limitações ao poder de controle. O devedor não pode alienar bens de seu ativo não circulante durante o processo de recuperação judicial sem antes obter autorização do juiz ou de seus credores (na hipótese de a alienação estar prevista no plano de recuperação). Além disso, a lei conferiu relevante poder de barganha aos credores no âmbito dos processos de recuperação: a prerrogativa de aprovar ou rejeitar o plano proposto pelo devedor. Na recuperação judicial, a rejeição do plano implica a decretação da falência, com o consequente afastamento do devedor da condução da empresa. Na recuperação extrajudicial, a não subscrição do plano pela maioria prevista em lei impossibilita a imposição do plano de recuperação aos credores dissidentes.

Assim, a legislação atual permite, com certas limitações, a manutenção dos sócios controladores e administradores por eles nomeados na condução da atividade empresarial e do próprio processo, a não ser que: *(i)* incorram em qualquer das hipóteses previstas no artigo 64 da LRE, o que pode implicar o afastamento dos administradores ou, excepcionalmente, da própria sociedade devedora ou ainda, na interpretação de alguns, dos próprios sócios controladores; ou *(ii)* na hipótese de seu afastamento estar previsto no próprio plano de recuperação.

Neste capítulo, será analisado como a organização e o ativismo de credores nas situações de insolvência empresarial podem levar ao exercício de *influência* por determinados credores, seja na condução do processo, seja na condução da própria atividade empresarial.

A influência exercida por credores na situação de insolvência empresarial – conhecido como *creditor control* na doutrina norte-americana – vem sendo objeto de profundas análises nos Estados Unidos[327]. Alguns autores chegam a afirmar que houve a transição do *debtor in possession* para um modelo de "*creditor in possession*"[328] nas últimas décadas, em razão da grande influência que vem sendo exercida por credores, suficiente para determinar os rumos do processo de reorganização no âmbito do *Chapter 11*.

Não se pretende aqui traçar um paralelo do fenômeno ocorrido nos Estados Unidos com o cenário brasileiro. Como será analisado no Capítulo 5, há diversos fatores que dificultam a prática do fenômeno do *creditor control* nas reestruturações e nos processos de recuperação no Brasil.

Não obstante, verifica-se na prática das reestruturações de dívidas de empresas brasileiras de grande porte cada vez mais o exercício de uma maior influência dos credores na condução do processo, resultando, certas vezes, na imposição de mudanças na gestão, implantação de órgãos de credores para fiscalização e aprovação de determinadas matérias previstas no plano de recuperação, imposição da adoção de regras de governança corporativa, alienação de partes significativas da empresa e, até mesmo, a transferência do controle societário aos credores, principalmente por meio da conversão da dívida em capital da empresa reestruturada.

Diante disso, busca-se, no presente capítulo, investigar quais os principais mecanismos utilizados por credores para o exercício de influência nas situações de insolvência empresarial e na governança da empresa em crise, seus objetivos e os indícios dessa prática no cenário brasileiro.

No próximo capítulo, analisaremos os obstáculos legais e culturais para a maior organização e ativismo dos credores nos processos de recuperação judicial e extrajudicial brasileiros.

---

[327] Diversos estudos foram desenvolvidos por doutrinadores nesta área nos Estados Unidos nas últimas décadas. Como principais expoentes, podemos citar Stuart Gilson, George Triantis, Douglas Baird, Robert Rasmussen, Barry Adler, David Skeel, Greg Nini, Kenneth Ayotte, Edward Morrison e Frederick Tung.
[328] RASMUSSEN, op. cit., p. 1755.

4.1. ORGANIZAÇÃO E ATIVISMO DOS CREDORES: ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA NORTE-AMERICANA

O sistema falimentar norte-americano é tradicionalmente conhecido por ser pró-devedor, na medida em que, como ocorre no sistema brasileiro, permite a manutenção do devedor na condução da atividade empresarial (*debtor in possession*) durante a *reorganization*, processo de reorganização disciplinado pelo *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* norte-americano[329].

Esta, contudo, nem sempre foi a solução adotada pelo sistema norte-americano. Thomas G. Kelch relata que, durante grande parte da história norte-americana, as leis de insolvência não continham qualquer disposição direcionada à reorganização da empresa[330]. As primeiras reorganizações empresariais teriam ocorrido fora do âmbito das leis de insolvência, tendo sua origem na *equity receivership*, procedimento que permitia a continuidade do negócio mediante a venda da empresa e a distribuição do produto aos credores.

Contudo, Kelch ressalta que uma das maiores dificuldades identificadas nas *equity receiverhsips* era conciliar os interesses dos sócios e das diferentes espécies de credores, sendo que a solução para a reorganização geralmente envolvia a celebração de um acordo entre os sócios e credores titulares de garantia real para que, de um lado, fosse permitido que tais credores executassem os ativos, tornando-se os proprietários da empresa e, de outro, os sócios mantivessem participação na empresa reorganizada, em troca de

---

[329] Nesse sentido, constatam Kenneth Ayotte e Edward R. Morrison: "[t]*wo themes dominate traditional accounts of Chapter 11 reorganization. First, managers or equity holders, or both, control the process* (*Bradley and Rosenzweig 1992; Bebchuk and Chang 1992; Adler 1993; Schwartz 1997*). *This is made possible by debtor-friendly features of the U.S. Bankruptcy Code and judges who are passive or biased in favor of keeping an existing business intact*" (AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. Creditor Control and Conflict in Chapter 11. **Journal of Legal Analysis**, v. 1, p. 511-551, 2009, p. 511-512). Também David A. Skeel: "[f]*or the first decade after the enactment of the 1978 Bankruptcy Code, the debtor and its managers seemed to control the course of many large scale Chapter 11 cases*" (SKEEL, David A. The Past, Present and Future of Debtor-in-possession Financing. **Cardozo Law Review**, v. 25, 2004, p. 1916); e Michelle M. Harner: "[*t*]*he U.S. bankruptcy laws generally are viewed as pro-debtor, allowing the management of a debtor company to stay in control of the company throughout the restructuring process, absent extraordinary circumstances*" (HARNER, Michelle M. The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing. **Fordham Law Review**, v. 77, p. 703-774, 2008, p. 706).

[330] KELCH, Thomas G. Shareholder Control Rights in Bankruptcy: Disassembling the Withering Mirage of Corporate Democracy. **Maryland Law Review**, v. 52, p. 264-335, 1993, p. 267.

continuarem operando o negócio, visto que faltava aos credores com garantia real a experiência necessária para conduzir a empresa[331].

Tais acordos, contudo, eram realizados em prejuízo dos credores quirografários, que deixavam de ser pagos em sua integralidade, enquanto os sócios retinham uma participação na empresa reorganizada e se beneficiavam dos resultados futuros[332].

Em resposta à insatisfação do processo de reorganização por meio da *equity receivership*, foi incluída a *Section 77B* ao então *Bankruptcy Act* de 1934, que eliminou o ritual de venda e permitiu a vinculação dos credores dissidentes a um plano de reorganização confirmado pelo judiciário. As modificações, contudo, não foram suficientes. Permanecia a insatisfação quanto aos conflitos de controle, à ausência de proteção aos credores dissidentes e à supervisão judicial ineficiente[333].

Os Capítulo X e XI do *Chandler Act*, promulgado em 1938, buscaram solucionar tais questões. Enquanto o *Chapter X* foi previsto para lidar com a reorganização das grandes companhias de capital aberto (*publicly traded firms*) e para solucionar os problemas decorrentes da participação dos sócios nos casos de reorganização, o *Chapter XI* era destinado a empresas de capital fechado (*small companies*). A principal diferença entre os dois procedimentos residia no fato de que, enquanto no processo regulado pelo *Chapter X* os administradores eram automaticamente destituídos e substituídos por um *trustee*, com supervisão da *Securities and Exchange Comission* (*SEC*), no âmbito do *Chapter XI* os administradores preestabelecidos eram mantidos na condução da empresa[334].

Robert K. Rasmussen afirma que essa escolha legislativa decorreu da presunção de que, enquanto o administrador das companhias fechadas (frequentemente identificado com a figura do próprio sócio controlador) era visto como detentor de conhecimentos essenciais para o sucesso da reorganização, os administradores das companhias abertas, normalmente profissionais de mercado, poderiam ser facilmente substituídos. Além disso, o autor destaca que o legislador da época via nas companhias abertas uma finalidade pública, de

[331] Ibid., p. 268.
[332] Ibid., p. 269.
[333] Ibid.
[334] RASMUSSEN, op. cit., p. 1754.

modo que o mais prudente seria a imediata substituição dos administradores que levaram a companhia à situação de crise por uma nova gestão indicada pelo Estado[335].

A prática se desenvolveu de forma diferente do planejado pelo legislador do *Bankrutpcy Act*. A partir dos anos 1960, muitas companhias de capital aberto buscaram se reorganizar no âmbito do *Chapter XI*, evitando, assim, a imediata destituição de seus administradores da condução da empresa durante o processo de reorganização[336].

Aderindo à prática predominante no sistema anterior, o legislador do atual *Bankrutpcy Code* promulgado em 1978 permitiu a manutenção do devedor na condução da empresa durante os processos de reorganização disciplinados no atual *Chapter 11*. Apenas em casos excepcionais de fraude ou extrema má gestão o juiz pode destituir o administrador e nomear um *trustee*[337]. Além disso, o funcionamento de seus órgãos internos e os direitos dos sócios de nomear administradores, convocar assembleias gerais e exercer direito de voto nas matérias societárias de sua competência permanecem inalterados durante o processo[338].

Assim, nos primeiros anos de prática do *Chapter 11*, era de conhecimento comum que o devedor e sua administração preestabelecida seriam mantidos no controle tanto do negócio quanto do processo de reorganização[339]. Eles eram os únicos que poderiam propor um plano de reorganização, pelo menos durante os primeiros 120 dias do processo, controlavam as operações ordinárias e detinham o direito de propor as operações extraordinárias[340].

---

[335] Ibid.
[336] SKEEL, op. cit., p. 1914.
[337] AYOTTE, Kenneth M.; HOTCHKISS, Edith S.; THORBURN, Karin S. Governance in Financial Distress and Bankruptcy. **Northwestern Public Law Research Paper nº 12-37**, 2012, p. 2.
[338] Apesar da manutenção dos direitos dos sócios durante o processo de *Chapter 11*, Thomas G. Kelch relata o desenvolvimento de uma teoria que permite a obtenção de medida liminar restringindo o exercício do direito dos acionistas, denominada *clear-case-of-abuse standard*. Assim, nos casos em que se verifica o uso abusivo do direito, com o objetivo de obter vantagens indevidas em detrimento dos demais participantes do processo (como no caso de desvirtuamento da *absolute priority rule*), os direitos dos sócios podem ser excepcionalmente suspensos pela *Bankruptcy Court*. (KELCH, op. cit., p. 280-295).
[339] AYOTTE; MORRISON, op. cit., p. 511-512; SKEEL, op. cit., p. 1916.
[340] SKEEL, op. cit., p. 1916.

Apesar de a alocação formal do controle sobre a empresa em reorganização ter permanecido a mesma desde a promulgação do *Bankruptcy Code*, nas duas últimas décadas notou-se um aumento na capacidade de os credores influenciarem a condução do negócio e do curso do processo no âmbito do *Chapter 11*[341]. Recentemente, diversos autores norte-americanos vêm advertindo para o fato de que os credores – ou pelo menos um grupo destes – estão assumindo maior controle sobre o processo de reorganização, passando a tomar as principais decisões sobre o futuro da empresa, assumindo o lugar antes ocupado pela *board of directors* e pelo *management* das companhias[342].

Esse fenômeno, também conhecido como *creditor in possession*[343] ou *creditor control*[344], é evidenciado por dois principais movimentos ocorridos nos Estados Unidos nas últimas décadas no âmbito das reestruturações de dívidas (seja no âmbito do *Chapter 11* ou extrajudicialmente). De um lado, os autores norte-americanos afirmam que os credores (sobretudo financeiros) vêm interferindo na gestão da empresa de forma mais ativa por meio da inclusão de elaborados *covenants* em contratos de financiamento, cobrindo as mais diversas situações, desde valores mínimos de geração de receita até a entrega periódica de demonstrações financeiras auditadas[345]. Quando a empresa descumpre um ou mais *covenants* contratuais, a prerrogativa contratual de vencer antecipadamente o financiamento confere ao credor relevante poder de controle de fato para impor alterações substanciais na gestão da empresa – como a substituição do *chief executive officer* (CEO) – poder este que nem os acionistas das companhias de capital pulverizado possuem[346].

Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen afirmam que os *covenants* em contratos de financiamento são atualmente o principal mecanismo para lidar com os mais desafiadores problemas em governança corporativa, como a necessidade de substituição da administração e a implementação de mudanças fundamentais nas operações da empresa financiada. Os autores citam o caso ocorrido em 2005 da empresa Krispy Kreme que, em razão da falha na entrega de demonstrações financeiras trimestrais, violou uma diversidade

[341] RASMUSSEN, op. cit., p. 1755.
[342] Como principais autores norte-americanos a se dedicarem ao estudo do *creditor control* nas situações de insolvência empresarial, destacam-se Stuart Gilson, George Triantis, Douglas Baird, Robert Rasmussen, Barry Adler, David Skeel, Greg Nini, Kenneth Ayotte, Edward Morrison e Frederick Tung.
[343] RASMUSSEN, op. cit., p. 1755.
[344] AYOTTE; MORRISON, op. cit..
[345] BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1211-1212.
[346] Ibid., p. 1211.

de *covenants* previstos em seus contratos de financiamento. Para manter suas operações em andamento, a Krispy Kreme necessitava obter *waiver* dos bancos. O "preço" que os bancos demandaram para conceder o *waiver* foi a substituição do CEO por um especialista em *turnaround*[347].

Tais *covenants* são igualmente previstos em contratos de financiamento concedidos no âmbito do *Chapter 11* (*debtor in possession – DIP financing*), conferindo grande poder aos credores desses empréstimos na definição do processo de reorganização e na gestão da empresa em crise[348].

De outro lado, notou-se um movimento (principalmente por investidores institucionais) de aquisição de créditos contra empresas em situação de crise financeira (*distressed debt*) no mercado secundário, com o objetivo de concentrar créditos em valor suficiente para influenciar a gestão da empresa devedora[349].

Michelle M. Harner afirma que investidores institucionais tradicionalmente adquiriam participações societárias relevantes com o objetivo de influenciar na gestão de determinada empresa. Recentemente, alguns desses investidores passaram a adquirir créditos com o mesmo objetivo: por meio da aquisição de créditos contra empresas em processos de reorganização, buscam implementar alterações na diretoria e no conselho de administração, nas estratégias operacionais e na própria estrutura de capital de empresas em situação de crise, chegando em alguns casos a adquirir a própria empresa reestruturada[350].

O ativismo de investidores institucionais nos casos de *Chapter 11* é exemplificado pela autora por meio da exposição do processo de reorganização da Allied Holdings, Inc., iniciado em 2005. Conforme reportado, o fundo de investimentos norte-americano Yucaipa adquiriu aproximadamente 66% da dívida quirografária da Allied, o que lhe conferiu controle sobre o processo de aprovação do plano de reorganização. O Yucaipa utilizou esse controle não apenas para viabilizar a conversão de sua dívida em capital, tornando-se o

[347] Ibid., p. 1212.
[348] SKEEL, op. cit., p. 1916.
[349] HARNER, op. cit., p. 709.
[350] Ibid.

acionista majoritário da Allied depois da implementação da reestruturação, mas também negociou a concessão de um novo financiamento garantido (*DIP financing*) e a modificação de contratos trabalhistas da empresa. Além disso, o plano de reorganização outorgou-lhe o direito de nomear quatro dos cinco membros da *board of directors*, além de competência para direcionar a venda dos ativos canadenses da empresa[351].

A conjunção desses dois fatores (imposição de *covenants* nos contratos e aquisição de *distressed debt* por investidores institucionais) mudou significativamente a estrutura de controle sobre as principais decisões da empresa, tanto no âmbito dos processos de reorganização no *Chapter 11* quanto em relação a decisões estratégicas comerciais, operacionais e financeiras[352].

Atualmente, há nos Estados Unidos grandes discussões sobre as implicações do exercício do controle externo por parte dos credores. Isso porque nem sempre os interesses dos credores ativistas em processos de recuperação estão alinhados com os interesses dos demais credores e da própria sociedade devedora[353]. Assim, verifica-se o desenvolvimento de teorias que buscam identificar tais credores como os titulares do controle de fato da empresa, buscando a responsabilização desse credor por prejuízos causados à empresa e aos demais credores (*lender's liability*) ou pelo agravamento da situação de insolvência (*deepening insolvency*), e até mesmo a subordinação de seus créditos no processo de reorganização (*equitable subordination*)[354].

---

[351] Ibid., p. 718-720.

[352] Robert K. Rasmusen comenta que a influência que um credor exerce mediante a imposição de *covenants* aumentou muito no decorrer dos anos. Segundo o autor, esse fato não se relaciona tanto com uma mudança na forma como os *covenants* são estipulados, mas com quem é o titular dos créditos, apontando para uma evolução do mercado secundário para *distressed debt* nos Estados Unidos nos últimos anos, resultando no surgimento de um novo ato nos processos de insolvência, o investidor institucional: "[t]*he market in private debt has facilitated the emergence of new investors seeking to take control of a distressed firm. These investors buy the debt of a distressed company with the aim of using their position as creditors to ultimately take over the firm*" (RASMUSSEN, op. cit., p. 1762-1763).

[353] Nesse sentido, afirma Michelle M. Harner que: "*the increasing influence of activist distressed debt investors and the development of a management-neutral restructuring process raise a new set of policy issues for U.S. and U.K. policy makers to consider. Distressed debt investors may provide much needed financing and, in some cases, operational guidance to troubled companies. Their investment goals, however, may or may not align with the goals of the company, the company's other stakeholders, and the underlying bankruptcy regime*" (HARNER, op. cit., p. 709).

[354] Ibid., p. 770; BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1235-1236. As teorias de responsabilização de credores pelo exercício de controle externo nos Estados Unidos são analisadas no item 5.7.2.

Como será analisado mais adiante neste capítulo, esse movimento começa a ser perceptível em alguns casos de recuperações judiciais e extrajudiciais no Brasil. Apesar das diferenças entre as estruturas de capital e legislações dos dois países, nota-se maior organização e ativismo de credores no Brasil, possibilitando a imposição de mudanças na gestão das empresas em crise, resultando, em certos casos, na transferência do controle aos credores ao final do processo de recuperação.

O desenvolvimento do fenômeno do *creditor control* no Brasil, contudo, sofre algumas barreiras legais e culturais, tais como o subdesenvolvimento do mercado secundário no Brasil, a ausência de previsão legal de plano de credores e os riscos de responsabilização pelas dívidas do devedor decorrente do exercício de controle, em especial aquelas fiscais e derivadas da legislação do trabalho. Tais limitações e outras serão analisadas no Capítulo 5.

4.2. PAPEL EXERCIDO POR INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA ORGANIZAÇÃO E NO ATIVISMO EM SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL

Nos Estados Unidos, noticia-se que, nas últimas décadas, tem se tornado cada vez mais frequente em processos de insolvência empresarial a participação de investidores especializados na compra e venda de *distressed debt*[355]. Tais investidores possuem expressiva quantidade de capital e vêm adotando estratégias com o objetivo de tomar o controle direto das empresas nas quais investem, assumindo papel importante na determinação da reestruturação de empresas em crise[356].

Investidores em *distressed debt* são tipicamente investidores institucionais, tais como fundos de investimentos (*hedge funds* e *private equity*) e bancos especializados em

[355] Cf. definição proposta por Michelle Harner, a expressão *distressed debt* é utilizada para descrever a dívida de uma empresa em dificuldades financeiras com grande risco de inadimplência ou não pagamento e, portanto, uma potencial taxa de remuneração elevada. (HARNER, op. cit., p. 712).
[356] GILSON, Stuart C. **Creating Value Through Corporate Restructuring: case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups** 2.ed. New Jersey (EUA): John Wiley & Sons, Inc., 2010, p. 17.

distressed market[357], que buscam adquirir créditos das mais diversas espécies contra a empresa-alvo (créditos bancários, títulos de dívida – tais como *bonds* emitidos no mercado norte-americano –, créditos detidos por fornecedores, trabalhadores etc.)[358].

Tais investidores atuam por meio da aquisição de créditos no mercado secundário com desconto no valor de face, refletindo o risco associado com aquele determinado investimento[359]. Os ativos-alvo desses investidores são créditos detidos contra empresas que se encontram em processos de reorganização ou que buscam reestruturar suas dívidas extrajudicialmente[360].

Seguindo essa estratégia, os investidores normalmente obtêm ganho com o investimento realizado quando o devedor conquista, ou o mercado antecipa, a conclusão de uma reestruturação bem-sucedida[361]. Assim, um investidor que adquire um crédito por valor equivalente a 50% de seu valor nominal obtém um lucro de 100% do investimento realizado se a empresa devedora repagar o valor integral da dívida ao final.

Contudo, não são todos os investidores que buscam obter ganho detendo o crédito até seu vencimento final. Nos Estados Unidos, em que o mercado secundário é bastante desenvolvido, é comum que investidores realizem investimentos de curto prazo e vendam o crédito a um terceiro mesmo depois de uma pequena valorização e antes mesmo de seu vencimento[362]. Outros investidores, objetivando um investimento a longo prazo, podem utilizar-se de diferentes estratégias para a obtenção do maior lucro possível.

---

[357] Nesse sentido: HARNER, op. cit., p. 714. Segundo a autora, outros investidores institucionais, como fundos de pensão e companhias seguradoras, normalmente não investem no *distressed market* diretamente, em razão de limitações de seus regulamentos e legislações aplicáveis.
[358] GILSON, **Creating Value**…, op. cit., p. 17-18.
[359] Stuart Gilson afirma que o *Bankruptcy Code* não regula explicitamente a cessão de *distressed claims*. Como regra geral, o investidor que adquire o crédito goza dos mesmos direitos e resposabilidades do credor originário. Assim, com poucas exceções, o investidor pode fazer valer o valor de face do crédito em um processo de insolvência ou reestruturação, independentemente do valor que pagou em sua aquisição (Ibid., p. 20.).
[360] Ibid., p. 19.
[361] HARNER, op. cit., p. 715.
[362] Ibid., p. 716.

Investidores de longo prazo podem investir na aquisição de *distressed debt* com o objetivo de adquirir controle sobre a empresa devedora[363]. O controle nessa hipótese é exercido por meio da aquisição de créditos que assegurem ao investidor (ou a um grupo de investidores alinhados entre si) uma posição capaz de bloquear a aprovação de um plano de reestruturação[364].

O investidor pode exercer controle[365] sobre a empresa investida, tanto mantendo-se na posição de credor quanto tornando-se acionista da empresa, depois da implementação da conversão da dívida em capital, normalmente prevista no plano de reorganização[366].

O objetivo do exercício desse controle é a criação (ou ampliação) de valor na empresa investida por meio de sua reestruturação. É justamente esse valor adicional que permite ao investidor a obtenção de lucro no investimento realizado[367].

Investidores também atuam em processos de insolvência de outras maneiras, mediante a aquisição de ativos ou concessão de financiamentos extraconcursais (*DIP financing*)[368]. A aquisição de ativos no âmbito de processos de insolvência é atrativa para investidores institucionais, na medida em que é possível sua aquisição livre de sucessão nas dívidas e obrigações do devedor[369].

Verifica-se também a adoção de uma estratégia híbrida: em um primeiro momento, o investidor concede financiamento à empresa garantido pelo ativo-alvo e, em seguida, faz uma oferta para a aquisição desse ativo com a totalidade ou parte do crédito concedido

---

[363] Ibid.
[364] Segundo Michelle Harner, investidores geralmente precisam adquirir pelo menos 1/3 da dívida da empresa *target* para obtenção de uma posição de controle. A posição majoritária é obtida com a titularidade de mais de 50% da totalidade do *distressed debt* da empresa *target* (Ibid., p. 717).
[365] A expressão controle é aqui utilizada em seu sentido amplo: o exercício de influência dominante sobre os órgãos decisórios da empresa (tanto de forma interna quanto de forma externa aos órgãos sociais), conferindo ao investidor o poder de direcionar o processo de reestruturação e a própria condução da atividade desenvolvida pela empresa investida.
[366] HARNER, op. cit., p. 716.
[367] Ibid., p. 717.
[368] GILSON, **Creating Value**…, op. cit., p. 23-24.
[369] No âmbito do *Chapter 11* é possível a venda de ativos sem a sucessão dos adquirentes nas dívidas e obrigações anteriores no âmbito da *Section 363* do *Bankruptcy Code*. A Lei 11.101/2005 também permite a alienação de unidades produtivas isoladas (UPIs) livres de sucessão nas dívidas do devedor, inclusive trabalhistas e tributárias, de acordo com seus artigos 60, parágrafo único e 141.

(prática conhecida como *credit bidding*)[370]. Stuart Gilson afirma que a vantagem dessa prática é que o investidor terá obtido acesso prévio a informações sobre a empresa e o ativo-alvo e, possivelmente, terá desenvolvido um relacionamento positivo com os sócios e administradores, tornando-se o principal candidato para assumir a função de *stalking horse*[371].

Assim, o ativismo de investidores institucionais na situação de insolvência tem por objetivo a criação de valor por meio da implementação de uma gestão mais eficiente dos ativos, seja mediante sua interferência na gestão da empresa ou na aquisição de ativos relevantes, empregando-os de forma mais produtiva. Nesse sentido, afirma Stuart Gilson:

> *In pursuing the above strategies, the investor's ultimate goal is to create value by causing the firm's assets to be managed more productively, whether this involves taking a direct management role in the firm, effecting management change through control of the reorganization process, exercising control over the firm as a significant owner, or acquiring specific assets from the firm and redeploying them. Quite simply, by increasing the value of the financial claims that he or she has purchased against those assets*[372].

No Brasil, há um mercado ainda muito incipiente para a aquisição de *distressed debt* por fundos de investimentos e outros credores institucionais, em razão de barreiras legais, regulatórias e culturais que serão exploradas no item 5.2.

Conforme observa Leonardo Dias, algumas iniciativas vêm sendo tomadas nas últimas décadas por fundos de investimentos com foco em ativos de empresas falidas ou em recuperação judicial, inclusive mediante participações societárias e utilização de sociedades de propósito específico. Ainda, em outros casos, o autor ressalta que os fundos efetivamente compram empresas em recuperação judicial, mudam sua gestão e renegociam com os credores para, em seguida, vender a empresa a um preço muito superior ao de aquisição. O autor menciona a atuação da gestora de recursos Latin America Equity

---

[370] GILSON, **Creating Value**…, op. cit., p. 24.
[371] Ibid., p. 24-25. *Stalking horse* é termo em inglês utilizado para designar o ofertante inicial na aquisição de um ativo em processo competitivo. Em razão de ter dispendido esforços e recursos na avaliação do ativo para realização da primeira oferta, ao *stalking horse* são normalmente conferidas algumas vantagens competitivas como *right to top*, reembolso de despesas e *break up fees* (definição de *stalking horse* disponível no *website* da Investopedia: https://www.investopedia.com/terms/s/stalkinghorsebid.asp). Acesso em: 18 nov. 2019.
[372] GILSON, **Creating Value**…, op. cit., p. 26.

Partners (Laep) na aquisição de empresas em recuperação judicial, como a butique de luxo Daslu e a Parmalat[373].

4.3. MECANISMOS DE EXERCÍCIO DE INFLUÊNCIA POR CREDORES NAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL

A influência exercida por credores na empresa em crise parte do pressuposto lógico de que qualquer sociedade empresária necessita de dinheiro para sobreviver[374]. Empresas em situação de crise dependem ainda mais de crédito, e aqueles que a controlam estão dispostos a abrir mão de parte do controle em troca da concessão de novos financiamentos e da manutenção das linhas de crédito existentes, de forma a se evitar a quebra da empresa controlada[375].

Assim, credores exercem grande influência na empresa em crise mediante a imposição de condições para conceder novos financiamentos, renovar linhas de crédito e renunciar à declaração de vencimento antecipado em caso de inadimplemento[376]. A ameaça do exercício de remédios contratuais por parte dos credores, que pode levar à execução forçada do crédito e até mesmo à decretação da falência, é um mecanismo reconhecidamente utilizado por credores para exercício de controle externo na situação de insolvência empresarial[377].

Além disso, a rejeição de um plano proposto pelo devedor no contexto de um processo de recuperação – o que pode levar à decretação de falência (no caso da recuperação judicial) ou à inviabilidade da homologação do plano de recuperação extrajudicial – pode conferir grande poder de influência ao credor titular de uma posição de bloqueio no processo de aprovação do plano.

---

[373] DIAS, op. cit., p. 109.
[374] HARNER, op. cit., p. 727.
[375] Douglas Baird e Robert Rasmussen, neste aspecto, constatam que: "[i]*ndeed, a declaration of default may spur a race to collect from the debtor, which in turn makes a bankrupcy filing inevitable. Debtors will often grant concessions to lenders to avoid these consequences*" (BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1232).
[376] HARNER, op. cit., p. 727.
[377] Nesse sentido, podemos citar: COMPARATO; SALOMÃO FILHO, **O poder de controle na sociedade anônima**; MACEDO, **Controle não societário**; TRIANTIS; DANIELS, The Role of Debt in Interactive Corporate Governance; GILSON, Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence; RASMUSSEN, Taking Control Rights Seriously; BAIRD; RASMUSSEN, Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance.

O nível de influência que um credor pode exercer na situação de insolvência empresarial depende substancialmente de três principais fatores: das características do crédito, dos direitos contratuais existentes e das prerrogativas legais estabelecidas na legislação aplicável aos processos de insolvência[378].

Assim, um credor titular de garantia real sobre ativos estratégicos da empresa, por exemplo, normalmente estará em uma posição de negociação melhor do que credores sem garantia ou com garantias sobre ativos menos relevantes para o exercício da atividade empresarial[379]. Ainda, a titularidade de créditos em valor suficiente para bloquear a aprovação de uma reestruturação possibilita ao credor – ou a um grupo de credores – utilizar suas prerrogativas contratuais e legais para impor os termos da reestruturação e influenciar mudanças na gestão da empresa, em troca de sua concordância com a reestruturação proposta[380].

Como destaca Michelle M. Harner, não basta a titularidade de créditos relevantes para possibilitar o exercício de influência significativa por parte do credor. É necessário também que existam direitos contratuais (por meio da especificação de *covenants*) e prerrogativas legais que possibilitem ao credor influenciar ativamente a condução do processo[381].

Nesse sentido, a autora ressalta a importância de o credor possuir conhecimento das leis de insolvência da jurisdição em que se situa a empresa investida[382]. Mesmo nos casos de reestruturações privadas, as leis de insolvência estabelecem as bases das negociações de reestruturação de dívidas e afetam a forma como o mercado avalia o *distressed asset*[383].

---

[378] HARNER, op. cit., p. 728.
[379] Nesse sentido, Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen afirmam que os mecanismos modernos de garantia cobrem não apenas bens específicos do devedor, mas a sinergia entre eles. Além disso, garantias sobre fluxos financeiros do devedor permitem ao credor um monitoramento em tempo real da situação financeira, de modo que credores titulares dessa garantia (normalmente instituições financeiras) bloqueiam a liberação dos recursos à empresa tão logo seja identificada a violação de um *covenant*, o que pode causar grande impacto no capital de giro. (BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1228).
[380] HARNER, op. cit., p. 728.
[381] Nesse sentido, Michelle Harner afirma que "[*a*] *controlling or majority debtholder often uses its statutory and contractual rights as leverage in its negotiations with the company*" (Ibid.).
[382] Ibid., p. 717.
[383] Ibid., p. 718.

Nos próximos tópicos, cada um desses mecanismos será analisado (inclusão de *covenants* em contratos de financiamento, bloqueio em processo de aprovação do plano e concessão de empréstimos a empresas em processos formais de insolvência – *DIP financings*), bem como sua aplicação no cenário brasileiro, adiantando algumas das limitações legais para sua implementação no Brasil, as quais serão analisadas no Capítulo 5.

4.3.1. Influência por meio da inclusão de *covenants* em contratos de financiamento

Conforme analisado no primeiro capítulo ao tratarmos do exercício de controle externo financeiro, nas últimas décadas notou-se uma preocupação crescente na doutrina estrangeira, em particular nos Estados Unidos, quanto à influência exercida pelos credores na governança das sociedades empresárias por meio da inclusão de *covenants* em contratos de financiamento, principalmente em situações de acentuado endividamento.

Os contratos de financiamento não conferem *per se* poder de controle aos credores sobre a empresa financiada. Do ponto de vista estritamente jurídico, o poder decisório permanece alocado nos órgãos societários. Contudo, os *covenants* contratuais conferem ao credor direito de veto em determinadas matérias e poder de influenciar as decisões da empresa em outras[384].

A dinâmica ocorre da seguinte forma: instituições financeiras estabelecem diversos *covenants* restritivos e monitoram as decisões de investimento, financiamento e estratégias operacionais ao longo da vida do contrato. O inadimplemento de um *covenant* contratual confere ao credor o direito de declarar o vencimento antecipado do financiamento e exigir seu imediato pagamento. A ameaça do vencimento antecipado faz com que a empresa devedora aja dentro das limitações impostas pelo contrato de financiamento[385]. Caso os sócios controladores e administradores desejem tomar alguma medida proibida pelo

[384] RASMUSSEN, op. cit., p. 1758.
[385] Ibid., p. 1758-1759.

contrato, deverão antes negociar a renúncia da declaração de vencimento antecipado com o credor, o qual analisará a operação proposta e terá um direito de veto sobre ela[386].

A prerrogativa de renunciar ao invés de vencer antecipadamente o contrato permite que o credor imponha determinadas condições, capazes de operacionalizar mudanças radicais no rumo da atividade empresarial. Credores podem insistir na substituição dos administradores nomeados pelos sócios por administradores por eles escolhidos, ou até mesmo por um especialista em gestão de empresas em crise, para assumir o papel de um *chief restructuring officer* (CRO)[387].

Robert K. Rasmussen ressalta que nem sempre os *covenants* foram utilizados com essa finalidade. Segundo o autor, os *covenants* foram originalmente desenvolvidos como medidas puramente defensivas, para garantir que o risco do crédito não fosse alterado sem o consentimento do credor. Isso porque, no momento da concessão do crédito, o financiador realiza uma análise de risco, considerando a situação existente naquele determinado momento[388].

O objetivo primário da inclusão de *covenants* era, portanto, garantir que não haveria alterações nas condições originais do negócio para o qual o empréstimo foi concedido e que pudessem aumentar o risco do crédito. Os financiadores analisaram o perfil do negócio para o qual aceitaram conceder o financiamento e desejavam se assegurar de que, se os controladores e administradores quisessem praticar atos que pudessem alterar esse perfil, os financiadores estariam confortáveis com essas mudanças[389].

Além de alterações no perfil de risco da empresa, a imposição de *covenants* tinha como objetivo evitar a prática de atos pelos sócios controladores da empresa financiada destinados a maximizar o retorno aos sócios, mesmo que tais ações pudessem trazer

---

[386] BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1231.
[387] Ibid., p. 1233; RASMUSSEN, op. cit., p. 1767.
[388] RASMUSSEN, op. cit., p. 1759.
[389] Nesse sentido, Robert Rasmussen: "[t]*he lenders, at the time they extended credit to the borrower, understood the business to which they were loaning money. They know the risks that they were taking* […]. *On the other hand, there was always the chance that managers could change the risk profile of the company. For this reason, the lenders wanted to make sure that the business did not make fundamental changes without their consent*" (Ibid.).

maiores riscos para o cumprimento das obrigações perante os demais investidores[390]. Utilizando uma linguagem econômica, credores buscavam se proteger contra os riscos de pagamento de dividendos (*dividends payment*), diluição de créditos (*claim dilution*), substituição de ativos (*asset substitution*) e subinvestimento (*underinvestment*)[391] analisados no item 1.2.2.3, quando tratamos do controle externo financeiro.

Robert K. Rasmussen afirma que o modo de utilização dos *covenants* contratuais evoluiu com o decorrer do tempo. Se antes eram utilizados de maneira protetiva, para se evitar alterações no risco do crédito e mitigar conflitos entre sócios e credores, atualmente se verifica sua utilização ativa, com o intuito de impor mudanças radicais na condução da empresa em situação de crise[392].

Segundo o autor, a mudança na forma de utilização dos *covenants* não decorre da alteração na estrutura dos contratos de financiamento em si, mas da entrada de novos *players* no mercado que viram em tais dispositivos contratuais uma forma de ativamente impor alterações substanciais na gestão de empresas que acreditam não estar sendo conduzidas da forma mais eficiente possível[393].

Esses novos *players* são, em sua maioria, investidores institucionais que, mediante aquisição de créditos contra determinada empresa, se utilizam dos *covenants* preestabelecidos nos contratos de financiamento para obter controle sobre ela, seja objetivando a conversão de dívida em capital (*loan-to-own*), seja impondo alterações na administração da sociedade, como a nomeação de um *chief restructuring officer*[394].

O poder de influência conferido ao credor pelos contratos de financiamento é limitado pelo início de um processo formal de insolvência, quando são suspensas as ações e execuções e impedido o ajuizamento de novas execuções e pedidos de falência contra o

---

[390] Sobre a utilização de *covenants* contratuais para mitigação de conflitos entre sócios e credores, ver: ibid.; SMITH; WARNER, op. cit., p. 118; TRIANTIS, George G. Exploring the Limits of Contract Design in Debt Financing. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 161, 2013, p. 2043.
[391] SMITH; WARNER, op. cit., p. 118.
[392] RASMUSSEN, op. cit., p. 1762.
[393] Ibid.
[394] Ibid., p. 1764.

devedor[395], de modo que os credores não mais poderão utilizar-se da "ameaça" de vencer antecipadamente o financiamento e executar o devedor pelos créditos inadimplidos.

No Brasil, uma importante ressalva diz respeito aos credores extraconcursais, ou seja, aqueles chamados "credores proprietários"[396], credores decorrentes de operações de adiantamentos a contratos de câmbio para exportação (ACCs) e os credores fiscais.

Tais credores não são afetados pelo *stay period* e podem prosseguir executando a empresa durante a recuperação judicial, e inclusive requerer sua falência. Não obstante, a lei e a jurisprudência impõem importantes limites no exercício de suas prerrogativas. Há doutrina e jurisprudência no sentido de que a cláusula contratual prevendo a resolução automática do contrato caso uma das partes ajuíze recuperação judicial deva ser declarada nula ou ineficaz, especialmente quando o contrato é essencial para o sucesso da recuperação, uma vez que atentaria contra o princípio da preservação da empresa[397]. Bens de capital considerados essenciais à continuidade da atividade empresarial não podem ser retirados do estabelecimento do devedor durante o prazo de suspensão (*stay period*), nos termos do artigo 49, §3º da LRE. A jurisprudência tem interpretado de forma ampla o conceito de *bens de capital essencial*[398], de modo a dificultar o prosseguimento de ações de execução contra o devedor, mesmo por credores extraconcursais.

---

[395] No Brasil, o *stay period* é previsto no artigo 6º da LRE: "A decretação da falência ou o deferimento do processamento da recuperação judicial suspende o curso da prescrição e de todas as ações e execuções em face do devedor, inclusive aquelas dos credores particulares do sócio solidário".

[396] São aqueles credores que, nos termos do artigo 49, §3º da LRE, são titulares 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.

[397] Sobre o tema, ver: SCALZILLI; SPINELLI; TELLECHEA, op. cit., p. 365.

[398] É o caso, por exemplo, do acórdão proferido pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo no contexto da recuperação judicial da Livraria Cultura S.A. e outro reconhecendo a essencialidade dos recebíveis cedidos fiduciariamente para a continuidade da atividade empresarial, impondo a aplicação do *stay period* ao credor extraconcursal: Agravo Interno. Inconformismo contra a decisão liminar que manteve a decisão de primeiro grau. Recuperação judicial. Decisão recorrida que reconheceu a essencialidade de recebíveis cedidos fiduciariamente para o fim de determinar a abstenção de bloqueio por "travas bancárias" do montante tido como imprescindível para o desenvolvimento das atividades da recuperanda. Inconformismo. Competência do Juízo da recuperação para constatação da essencialidade do bem. Precedente do C. Superior Tribunal de Justiça. Mérito. Agravante que sustenta que dinheiro não se enquadra na exceção prevista no final do §3º, do art. 49, da LRJ, tampouco é possível a aplicação analógica do art. 49, §5º, LRJ, por tratar especificamente de penhor. Irrelevância. Cessão fiduciária que não tem previsão literal expressa no artigo 49, §3º, LRJ. Criação do instituto meses antes da vigência da Lei n. 11.101/05. Caso o crédito seja considerado concursal, há impossibilidade de excussão dos direitos creditórios de recebíveis cedidos. Se considerado extraconcursal, a cessão fiduciária, ao receber o bônus do art. 49, §3º, LRJ, também deve se sujeitar aos ônus impostos pela lei. Essencialidade comprovada por demonstração do administrador judicial. Decisão mantida.

Não obstante as limitações anteriormente expostas, os credores utilizam-se de outros mecanismos para exercer influência durante processos de recuperação judicial. Um deles é a celebração de contratos de financiamento extraconcursais (conhecidos como *DIP financings*), estabelecendo, inclusive, *covenants* contratuais mais rigorosos. Outro é a obtenção de uma posição de bloqueio na aprovação do plano de recuperação, por meio da aquisição de créditos, conferindo a esse credor – ou grupo de credores – um importante poder de barganha no processo de negociação e aprovação do plano. Tais mecanismos serão analisados nos tópicos seguintes.

4.3.2. Influência por meio do processo de aprovação do plano

Credores podem exercer grande influência por meio do processo de aprovação de um plano de reorganização. Michelle Harner, analisando a experiência norte-americana, afirma que os credores podem participar da negociação do plano, buscando um lugar na mesa de negociação junto ao devedor. Caso o devedor não aceite, credores podem ser proativos na busca de uma abertura de diálogo, atuando ativamente no processo de reorganização (como, por exemplo, requerendo levantamento do *stay period*, contestando a utilização de *cash collateral* pelo devedor ou requerendo a nomeação de um *trustee*)[399].

O valor e a natureza do crédito são fatores relevantes para o exercício de influência no processo de aprovação do plano. Um credor titular de créditos em valor que lhe garanta uma posição de bloqueio na aprovação do plano em uma ou mais classes de credores estará em posição de exercer grande pressão no devedor para efetivamente ditar o conteúdo do plano, sob pena de rejeitá-lo.

Nesse sentido, Michelle M. Harner afirma que investidores institucionais podem buscar aumentar seu poder de influência ao adquirirem participação relevante em mais de uma classe de credores e créditos garantidos por direito real de garantia[400]. Nos termos do *Bankruptcy Code*, a garantia real confere ao credor o direito de receber pagamento integral

---

Recurso improvido. (TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo Interno nº 2236949-78.2018.8.26.0000/50000, Des. Relator Hamid Bdine, 17 dez. 2018).

[399] HARNER, op. cit., p. 731.

[400] Ibid., p. 733.

de seu crédito antes que o devedor faça qualquer distribuição aos credores que lhes são subordinados, regra conhecida como *absolute priority rule*[401], fazendo com que os devedores busquem negociar com os credores com garantia real, acomodando seus interesses em busca de um consenso quanto à aprovação do plano[402].

A constituição do *unsecured creditors' committee* (comitê de credores quirografários) nos processos de reorganização nos Estados Unidos também é citado como instrumento importante para organização dos interesses dos credores quirografários, conferindo-lhes a oportunidade de influenciar ativamente as negociações do plano[403].

A seguir, analisaremos em que medida os credores podem também exercer influência por meio do processo de aprovação do plano considerando as limitações impostas pelo ordenamento jurídico brasileiro, tanto nos processos de recuperação judicial quanto de recuperação extrajudicial.

4.3.2.1. Na recuperação judicial

Conforme analisado no item 3.1.1.2, o plano de recuperação judicial é o principal documento a ser produzido no âmbito do processo de recuperação regido pela LRE, e deve conter os meios a ser empregados na superação da situação de crise econômico-financeira (artigo 53), incluindo tanto a reestruturação financeira (aplicação de eventuais deságios e

---

[401] Douglas Baird afirma que a *absolute priority rule* é o princípio que rege o processo de reorganização nos Estados Unidos: "*the absolute priority rule is the organizing principle of the mdern law of corporate reorganizations. If one creditor has priority over another, this creditor needs to be paid in full before the other is entitled to receive anything. It does not matter whether payment takes the form of cash from a sale or new securities in a reorganization. Priority is absolute*" (BAIRD, Douglas G. Priority matters: absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 165, n. 4, 2017, p. 786).

[402] Sobre a influência exercida pelos credores titulares de garantia (*senior creditors*) nos processos de reorganização, ver: Douglas Baird e Robert Rasmussen: "[t]*he lenders who wield control are typically also the most senior*" (BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1245); e Stuart Gilson: "[*t*]*he main protagonists in virtually all of these cases are banks and other senior institutional lenders rather than public bondholders or trade creditors"* (GILSON, Creditor Control…, op. cit., p. 1007).

[403] Kenneth Ayotte e Edward Morrison apontam a constituição de comitês entre as táticas adotadas por credores quirografários para obter exposição nos processos de reorganização nos Estados Unidos: "[a]*s senior lenders have obtained control through pre and post-petition financing, junior lenders have used trading, committes, and other tatics to gain leverage over the reorganization process* (*Fortgang and Mayer 1990; Tung 1996; Partnoy and Skeel 2007*)*. Junior lender activism has increased as hedge funds and other investors have purchased the claims of bondholders and similarly dispersed creditors who, in the past, did not participate actively in the bankruptcy process* (*Goldschmid 2005; Fisher and Buck 2007*)" (AYOTTE; MORRISON, op. cit., p. 512-513).

extensões de prazos para pagamento dos créditos de cada uma das classes de credores), quanto econômica (relacionada a mudanças estruturais na empresa e em sua condução, como reorganizações societárias, alterações na gestão, venda de parte da empresa etc.).

Nos termos da legislação brasileira, a legitimidade para apresentação do plano de recuperação é exclusiva do devedor. O plano deverá contar com as aprovações dos órgãos societários da sociedade devedora, conforme aplicável (artigo 50, *caput* c/c artigo 53, da LRE). Além disso, qualquer proposta dos credores de alteração ao plano deve ser previamente acordada com o devedor (artigo 56, §3º). Aos credores é permitido apresentar objeções ao plano proposto (artigo 55), hipótese em que será convocada uma assembleia geral de credores para deliberar sobre a aprovação ou rejeição do plano (artigo 56). A rejeição do plano de recuperação pela assembleia de credores leva à decretação da falência do devedor (artigo 56, §4º).

Como se pode concluir da análise dos dispositivos legais, não há na lei brasileira a possibilidade de imposição de plano alternativo pelos credores, ou de modificação do plano apresentado, sem a anuência do devedor. Esta, a nosso ver, é uma das maiores limitações impostas pela lei brasileira para a existência de um efetivo *creditor control* no Brasil[404].

Ressalte-se que, conforme já analisado no item 3.1.1.2, nos Estados Unidos, os credores podem propor um plano alternativo depois de transcorrido o período de exclusividade para a propositura do plano pelo devedor. Esse fato, além de conferir maior poder de barganha na negociação de um plano consensual, permite aos credores, em caso de ausência de acordo, impor um plano de reorganização sem o consentimento do devedor.

Assim, não há, no ordenamento brasileiro, um caminho para a tomada hostil de poder de controle por credores. Há tão somente a possibilidade de previsão da alteração do controle no plano de recuperação judicial, o que deverá contar com a aprovação do próprio sócio controlador[405].

---

[404] Sobre o tema, ver item 5.4.
[405] MENEZES, op. cit., p. 96.

Apesar da impossibilidade da imposição de plano pelos credores no ordenamento brasileiro, credores podem exercer influência significativa no processo de negociação e aprovação do plano de recuperação. O sócio controlador poderá estar disposto a abrir mão de parte relevante de suas prerrogativas para evitar a falência da empresa por ele controlada e dos riscos daí advindos[406].

Como analisado no item 3.1.2.4, para que o plano obtenha aprovação em assembleia de credores, deve contar com votos afirmativos de mais de 50% dos credores em cada uma das quatro classes previstas em lei, por cabeça ou por cabeça e por valor, conforme o caso, dentre os presentes. O plano que não tenha obtido aprovação em todas as classes pode ainda ser homologado por *cram down*, desde que conte com a aprovação de pelo menos duas classes de credores e, na(s) classe(s) que o houver rejeitado, por pelos menos 1/3 dos credores.

Assim, um credor (ou grupo de credores) titular de uma posição de bloqueio na aprovação do plano (isto é, titular de mais de 2/3 dos créditos de uma ou mais classes de credores presentes na assembleia, de forma a ser possível bloquear também a homologação do plano por *cram down*) poderá exercer grande influência no processo de elaboração e do plano, sob pena de rejeitá-lo em assembleia de credores.

Credores titulares de garantia real também podem possuir grande poder de barganha na negociação do plano de recuperação. A lei brasileira não contém uma regra como a *absolute priority rule* do direito norte-americano, aplicável aos processos de recuperação judicial, mas impõe, em seu artigo 50, §1º, que a garantia real apenas poderá ser suprimida com a expressa concordância de seu titular. O poder de veto na alienação ou oneração do ativo onerado confere ao credor titular da respectiva garantia um importante poder de barganha, principalmente se for considerado um ativo estratégico para a reestruturação.

A titularidade de créditos em valores expressivos em mais de uma classe aumenta o poder de barganha do credor, na medida em que torna mais difícil a aprovação do plano

[406] No processo de falência, os riscos de responsabilização do sócio controlador pelas dívidas da empresa podem se intensificar, principalmente em razão do risco de aplicação da teoria de extensão dos efeitos da falência aos controladores do falido. Sobre o tema, ver item 5.7.1.

sem seu consentimento, inclusive mediante a aplicação da regra do *cram down*, já que, para tanto, é necessária a aprovação de pelo menos duas classes de credores[407], além de pelo menos 1/3 dos credores na(s) classe(s) que rejeitar(em) o plano.

O exercício de influência por meio do processo de aprovação do plano pode ser acentuado em razão da celebração de contratos prévios de apoio ao plano (*plan support agreements – PSA, ou restructuring support agreements – RSA*)[408].

David Skeel e George Triantis afirmam que a celebração de *PSAs* entre o devedor e seus principais credores tem por objetivo a definição dos principais termos e condições da reestruturação, incluindo o tratamento a ser conferido a cada classe (ou subclasse) de credores e os termos de resolução das disputas, em troca de votos afirmativos ao plano. Tais termos podem ser acordados antes ou durante o início do processo, para serem posteriormente refletidos no plano de reorganização[409].

Segundo os autores, a celebração de acordo prévios aumenta as chances de êxito da reorganização, visto que os credores signatários se comprometem a votar favoravelmente ao plano, desde que este reflita o disposto no acordo prévio e desde que nenhum dos eventos de inadimplemento ali previstos tenha ocorrido[410]. Não obstante, alertam para o risco de oportunismo, visto que os credores signatários podem se utilizar de sua posição estratégica para demandar vantagens no pagamento de seus créditos em detrimento dos credores minoritários, excluídos das negociações do *PSA* e que não estão em posição de negociar com o devedor seus próprios contratos[411].

---

[407] Quando há apenas duas classes de credores, é necessária a aprovação de apenas uma classe, nos termos do artigo 58, §1º, II da LRE.

[408] Nesse sentido, Douglas Baird afirma que "*they* [*restructuring support agreements*] *enhance the powers of senior creditors. Senior creditors have learned to have exploit restructuring support agreements to gain an additional lever of control over the debtor*" (BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Quiet Revolution. **Coase-Sandor Institute for Law and Economics Working Paper No. 755**, 2016, p. 22).

[409] SKEEL, David A.; TRIANTIS, George G. Uneasy Shift to a Contract Paradigm. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 166, 2018, p. 1806.

[410] Ibid., p. 1809.

[411] Para evitar essas discrepâncias, os autores ressaltam a importância do judiciário na realização do controle de legalidade do acordo e na proteção dos interesses dos credores minoritários contra comportamentos oportunistas (Ibid., p. 1811).

A prática de celebração de acordos de apoio ao plano é perceptível também em recuperações judiciais brasileiras. É o caso, por exemplo, do processo de recuperação judicial do Grupo OGX analisado no item 4.5.1 e também do Grupo Constellation[412], em que foi celebrado *PSA* com um grupo expressivo de credores titulares de créditos nas classes II e III apresentado logo na petição inicial, e cujos termos serviram como base do plano de recuperação proposto a todos os credores sujeitos à recuperação judicial.

4.3.2.2. Na recuperação extrajudicial

A negociação do plano de recuperação extrajudicial se assemelha em muitos aspectos à renegociação privada de dívidas mencionada no item 4.3.2.1, na medida em que toda a negociação ocorre extrajudicialmente. O processo de recuperação extrajudicial é ajuizado para impor a homologação do plano aos credores dissidentes (*holdouts*), desde que conte com a aprovação de titulares de pelo menos 3/5 dos créditos pertencentes a cada espécie por ele abrangida (artigo 163 da LRE).

Credores – ou grupo de credores – titulares de créditos em valor suficiente para atingir o quórum legal podem utilizar-se do processo de recuperação extrajudicial para impor alterações substanciais na empresa, não obstante a existência de credores dissidentes. A vantagem da utilização do processo de recuperação extrajudicial é que é mais célere e econômico se comparado ao processo de recuperação judicial[413].

Por outro lado, a utilização de processos de recuperação extrajudicial apresenta certos limites. Não é possível a reestruturação de dívidas trabalhistas pelo plano de recuperação extrajudicial[414]. Ainda, não incide na recuperação extrajudicial a previsão de suspensão de ações e execuções ajuizadas por credores não abrangidos pelo plano, de modo que as demais ações em andamento continuarão correndo normalmente, podendo a falência ser decretada em qualquer pedido feito por credor não sujeito ao plano. A doutrina não é unânime quanto à aplicação das regras de proteção ao adquirente de unidades produtivas isoladas contra o risco de sucessão por passivos do devedor, visto que o artigo

[412] O Grupo Constellation, formado por catorze sociedades nacionais e estrangeiras sob controle da sociedade Constellation Oil Services Holding S.A., ajuizou processo de recuperação judicial sob nº 0288463-96.2018.8.19.0001 em 6.12.2018 perante a 1ª Vara da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro.
[413] DIAS, op. cit., p. 72.
[414] Conforme estabelece o artigo 161, §1º da LRE.

166 da LRE, que trata das alienações judiciais na recuperação extrajudicial, não contém disposição semelhante àquela do artigo 60,§1º, aplicável às recuperações judiciais, criando certa insegurança jurídica ao investidor[415]. Também há desincentivos à concessão de *DIP financings* a empresas em recuperação extrajudicial, visto que não há regras conferindo prioridade aos financiadores caso sobrevenha a recuperação judicial ou falência e tampouco há previsão de qualquer benefício ao financiador no curso da recuperação extrajudicial[416].

Além disso, a não homologação do plano de recuperação extrajudicial não implica a decretação da falência da sociedade devedora, podendo o devedor ajuizar novo pedido de recuperação extrajudicial ou até mesmo pedido de recuperação judicial (artigo 164, §8º). Tal fato pode conferir menos poder de barganha aos credores para impor condições durante o processo de negociação do plano de recuperação extrajudicial se comparado à negociação do plano de recuperação judicial, em que, como vimos, a rejeição do plano acarreta a convolação da recuperação judicial em falência.

Apesar das limitações, processos de recuperação extrajudicial vêm sendo utilizados por investidores institucionais no Brasil para a implementação da transferência do controle de empresas em situação de crise. É o caso do processo de recuperação extrajudicial do Grupo MBAC (atual Itafos Mineração S.A.), descrito no item 4.5.2, em que os credores signatários do plano adquiriram créditos detidos por instituições financeiras nacionais e estrangeiras representativos de 91% da dívida objeto da reestruturação anteriormente ao ajuizamento do pedido de homologação de plano de recuperação extrajudicial. O plano previa o pagamento de grande parte da dívida com debêntures conversíveis em ações preferenciais e em bônus de subscrição de novas ações de emissão da empresa, de modo que, depois da homologação do plano, os credores signatários se tornaram os acionistas majoritários da empresa.

Outro exemplo é o caso da recuperação extrajudicial do Grupo Lupatech, que resultou na conversão de créditos detidos por credores internacionais detentores de títulos

---

[415] PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Recuperação extrajudicial: o instituto natimorto e uma proposta para sua reformulação, in: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Orgs.). **Direito das empresas em crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 244.
[416] DIAS, op. cit., p. 217.

de dívida emitidos no exterior (*bondholders*) em capital da Lupatech S.A., além do recente caso da recuperação extrajudicial do Grupo Queiroz Galvão Energia[417], em que foi negociado um *RSA*, previamente ao ajuizamento do pedido, com credores detentores de 68,2% do total de créditos sujeitos à recuperação extrajudicial, prevendo a conversão de dívida em participação societária da empresa reestruturada[418].

No caso do Grupo Queiroz Galvão Energia, foi inclusive apresentado um parecer pelo professor Marcelo V. Von Adamek sobre a licitude e legitimidade da celebração de acordos prévios ao ajuizamento do pedido de recuperação extrajudicial[419]. Segundo o professor, esses acordos, que se tornaram cada vez mais frequentes no cenário internacional em grandes recuperações, envolvem em seu conteúdo estipulações as mais diversas – desde acordo de voto sobre o plano a ser aprovado em juízo, pactos de financiamento e capitalização, até estipulações relacionadas ao governo da sociedade em crise e prazos a ser atendidos no processamento, assim por diante. Tais acordos entre devedor e credores teriam, portanto, o objetivo de tornar mais ágil e produtivo o processo de negociação, operando em benefício de todos.

Sobre a legitimidade e licitude da celebração de acordos prévios nos processos de recuperação brasileiros, Marcelo V. Von Adamek sustenta que:

> Do ponto de vista negocial, sua legitimidade resulta da extensa liberdade reconhecida às partes, no âmbito da autonomia privada, de estipularem contratos atípicos (CC, art. 425) e de definirem o seu conteúdo (*Gestaltungsfreiheit*), enquanto manifestações da liberdade de contratar (CC, art. 421) e, pois, da autonomia privada. Do ponto de vista concursal, sua licitude decorre da consagração da ampla possibilidade de realização de outras modalidades de acordos privados entre devedor e seus credores (LRF, art. 167), para além dos

[417] Processo de recuperação extrajudicial nº 1120166-11.2018.8.26.0100, julgado pela 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo. No caso, o primeiro pedido de recuperação extrajudicial ajuizado pelo Grupo Queiroz Galvão Energia foi indeferido, por não restar comprovado o atendimento do quórum para a aprovação em cada uma das requerentes. As empresas Queiroz Galvão Energia e Queiroz Galvão Energia Renováveis ajuizaram em seguida novos pedidos de recuperação extrajudicial individualizados sob nsº 1031024-59.2019.8.26.0100 e 1031025-44.2019.8.26.0100, respectivamente, com base no mesmo *RSA*, sendo que os planos de recuperação foram homologados por sentença proferida em 9.10.2019.

[418] Os planos de recuperação extrajudicial da Queiroz Galvão Energia e Queiroz Galvão Energias Renováveis foram homologados por sentença proferida em 9.10.2019. Até a data de depósito da presente dissertação, não se teve notícia sobre a implementação do plano e efetiva conversão em capital.

[419] Cf. parecer emitido em 7.3.2019 juntado às fls. 11.804/11.846 do processo de recuperação extrajudicial do Grupo Queiroz Galvão Energia sob nº 1120166-11.2018.8.26.0100, em curso perante a 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo.

previstos na LRF. Aliás, planos previamente acertados com parcelas de credores são a essência da recuperação extrajudicial, ora pois![420]

4.3.3. Influência por meio da concessão de *DIP Financings*

Debtor-in-possession financing facility (*DIP financing*) é uma expressão originária dos Estados Unidos para designar novos financiamentos concedidos ao devedor durante o processo de reorganização, de forma a lhe fornecer o combustível necessário ao bom desenvolvimento do processo de recuperação e ao retorno da empresa à situação de normalidade, em condições de competir no mercado[421].

George Triantis observa que uma das principais necessidades da empresa em situação de crise é justamente a obtenção de capital de giro imediato e liquidez logo no início da reorganização, de forma a financiar o processo e evitar sua liquidação prematura[422]. Segundo constata o autor, a autorização de *DIP financing* é uma das primeiras decisões proferidas no âmbito de um *Chapter 11* e frequentemente é seguida por uma nova rodada de financiamentos[423]. Os créditos daí decorrentes são classificados como *administrative expenses* pelo *Bankruptcy Code*, recebendo privilégio de pagamento no processo[424].

A partir dos anos 1990 nos Estados Unidos, instituições financeiras passaram a olhar o *DIP financing* como uma nova oportunidade de conceder financiamentos de baixo risco com altos retornos. Segundo consta, nos anos 2000, mais de 70% das empresas em processos de reorganização haviam contratado um *DIP financing*[425]. Diversos autores norte-americanos constataram que nas últimas décadas, o *DIP financing* se tornou um instrumento por meio do qual alguns credores buscam ampliar exercício de controle sobre empresas em situação de crise[426].

---

[420] Cf. parecer emitido em 7.3.2019 juntado às fls. 11.804/11.846 do processo de recuperação extrajudicial do Grupo Queiroz Galvão Energia sob nº 1120166-11.2018.8.26.0100, em curso perante a 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo, p. 25-26.
[421] DIAS, op. cit., p. 23.
[422] TRIANTIS, George G. Debtor-in-possession Financing in Bankruptcy. **Stanford Public Law Working Paper**, 2016, p. 1.
[423] Ibid.
[424] Cf. dispõe o § 364 (a) do *U.S. Bankruptcy Code*.
[425] TRIANTIS, Debtor-in-possession…, op. cit., p. 2.
[426] Ibid.; SKEEL, op. cit., p. 1916.

Seguindo a mesma dinâmica mencionada no item 4.3.1, os financiadores podem impor detalhados *covenants* afirmativos e negativos no contrato de *DIP financing*, conferindo-lhes poder de veto nas decisões mais fundamentais da empresa, como alterações operacionais, compra e venda de ativos e outras operações relacionadas à reestruturação[427].

Segundo Robert K. Rasmussen, contratos de *DIP financing* normalmente preveem *covenants* ainda mais restritivos do que aqueles contidos nos contratos de financiamento celebrados fora de um processo de reorganização, podendo especificar eventos e prazos que devem ser implementados pelo devedor no decorrer do processo, como datas-limite para a apresentação e obtenção de aprovação do plano de reorganização, realização de leilões e venda de ativos[428].

Adicionalmente, verifica-se nos Estados Unidos uma modalidade de concessão de *DIP financing* por determinados investidores com o objetivo de aumentar suas chances de adquirir ativos do devedor ou de ações da empresa reorganizada. Tais contratos, denominados "*loan-and-control*"[429], normalmente incluem prazos para a realização de leilões dos ativos e o fechamento do negócio, ou para a apresentação do plano de reorganização[430]. Ainda, tais contratos podem ser garantidos por ativos da devedora, com o objetivo de, em seguida, adquiri-los mediante a oferta da totalidade ou parte de seus créditos como preço de aquisição (*credit bidding*)[431].

No Brasil, a LRE introduziu uma tímida disciplina a respeito de financiamentos a empresas em crise. Como consequência lógica do disposto no *caput* do artigo 49 da LRE, os financiamentos concedidos durante a recuperação judicial são considerados créditos extraconcursais, na medida em que se constituem depois do pedido de recuperação[432].

---

[427] Nesse sentido, George Triantis afirma que "[i]*n fact, DIP covenants commonly set budgets, targets and deadlines that constrain the debtor's discretion and influence over the course of the bankruptcy process, specifically given that the debtor can and does typically waive the bankruptcy stay on acceleration and enforcement of post-petition loans*" (TRIANTIS, Debtor-in-possession…, op. cit., p. 2).
[428] RASMUSSEN, op. cit., p. 1768.
[429] A expressão "*loan-and-control*" é utilizada por David A. Skeel ao tratar das diferentes modalidades de *DIP financing* praticadas nos Estados Unidos (SKEEL, op. cit., p. 1907).
[430] TRIANTIS, Debtor-in-possession…, op. cit., p. 2.
[431] GILSON, **Creating Value**…, op. cit., p. 24-25.
[432] Conforme art. 49, caput: "Estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos".

Tratando-se de crédito posterior ao pedido, os efeitos da recuperação judicial não o atingem, podendo o respectivo credor executar a dívida em caso de inadimplemento.

Nesse contexto, Leonardo Dias frisa que a execução do novo crédito não está sujeita ao *stay period* e seu 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[433].

Além de não se sujeitarem à recuperação judicial, o artigo 67 da LRE, tratando especificamente de contratos de mútuo celebrados durante o processo de recuperação judicial, prevê duas vantagens aos financiadores: *(i)* os créditos deles decorrentes serão considerados extraconcursais em caso de decretação de falência; e *(ii)* os créditos quirografários sujeitos à recuperação judicial pertencentes ao financiador terão privilégio geral de recebimento em caso de decretação de falência, no limite do valor dos recursos fornecidos. Essa disposição legal cria incentivos para que aqueles credores que já possuem créditos sujeitos ao processo de recuperação concedam novos financiamentos, como forma de obter vantagem no pagamento de seu crédito concursal.

A análise dos dispositivos legais relacionados a concessão de financiamentos durante a recuperação judicial nos permite concluir que, como se observa na prática norte-americana, há espaço no Brasil para a utilização do *DIP financing* como mecanismo para exercício de influência na condução do processo e da própria empresa nos processos de recuperação judicial. É possível a previsão de *covenants* elaborados nos contratos de empréstimo e sua extraconcursalidade confere ao credor a prerrogativa de executar o crédito ou pedir a falência do devedor em caso de descumprimento, conferindo relevante poder de barganha ao credor para influenciar os termos da reestruturação.

Contudo, conforme aponta Leonardo Dias, há ainda diversas barreiras legais e regulamentares que inibem o desenvolvimento da prática do *DIP financing* no Brasil. Dentre as principais barreiras, o autor cita a assimetria informacional e a falta de confiança nos administradores, decorrente de prováveis erros na avaliação da empresa e da

[433] DIAS, op. cit., p. 170.

sonegação de informações relevantes sobre a empresa e sua viabilidade por seus administradores, além da majoração do risco de crédito, ou seja, do risco de a empresa em crise não cumprir com suas obrigações, e a potencial configuração de fraude contra credores em razão do disposto no artigo 159 do Código Civil, que prevê serem anuláveis os contratos onerosos celebrados com devedor insolvente[434].

4.4. IMPACTOS NO PODER DE CONTROLE EM RAZÃO DO ATIVISMO DOS CREDORES NAS SITUAÇÕES DE INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL

Conforme exposto, credores ou investidores institucionais podem exercer grande influência sobre o processo de reestruturação e sobre a gestão da empresa em crise utilizando-se de um ou mais mecanismos analisados no item 4.3.

Veremos a seguir quais os impactos no poder de controle em razão do ativismo dos credores na situação de insolvência empresarial. Basicamente, identificamos três principais impactos: a transferência – ou o compartilhamento – da tomada de decisões estratégicas, a imposição de alterações dos membros da administração e a diluição da participação societária, mediante conversão da dívida em capital.

4.4.1. Determinação de decisões estratégicas

Conforme analisado, a inclusão de elaborados *covenants* nos contratos de financiamento cobrindo as mais variadas hipóteses – tais como o cumprimento de índices financeiros mínimos, vedação da implementação de mudanças substanciais no negócio e na estrutura societária, proibição de distribuição de dividendos aos sócios e de alienação de ativos relevantes – outorgam ao credor verdadeiro poder de veto sobre algumas das principais decisões empresariais, além de possibilitar a interferência na condução da empresa na hipótese de descumprimento de algum dos *covenants* estabelecidos, mitigando o risco de deterioração do valor da empresa e, consequentemente, o risco do crédito.

Ainda, por meio da participação ativa no processo de negociação e aprovação de planos de reorganização, credores podem igualmente impor limitações na

[434] DIAS, op. cit., pp. 265 ss.

discricionariedade do controlador na condução da empresa, estabelecendo limites e condições para a alienação de ativos, subordinação do pagamento de dívidas com partes relacionadas e para a distribuição de dividendos[435]. Ainda, é comum a previsão da destinação do caixa excedente gerado para o pagamento dos credores (*cash sweep*), mitigando-se o problema de *dividends payment*.

Verifica-se também em planos de recuperação a previsão de um órgão composto pelos principais credores, normalmente denominado *reunião de credores*, com competência para deliberar e aprovar as principais decisões estratégicas da empresa depois da concessão da recuperação judicial, além de possuir prerrogativas de fiscalização do exercício da atividade e do cumprimento do plano[436]. Cabe ressaltar que a reunião de credores não é órgão previsto em lei (diferenciando-se, portanto, do comitê de credores e da assembleia geral de credores), mas criado no âmbito do plano de recuperação, que estabelece suas regras de funcionamento, composição e prerrogativas.

A depender das matérias de competência da reunião de credores, a constituição deste órgão pode representar efetiva transferência de relevante poder decisório a respeito das principais decisões estratégicas da condução da empresa para um órgão composto por credores e, portanto, externo à estrutura societária, em típico caso de exercício de controle externo, nos termos analisados no item 1.2.2.3 da presente dissertação.

A influência exercida pelos credores nas decisões estratégicas da empresa tem mostrado resultados positivos, de acordo com Frederick Tung. Segundo o autor, a intensificação do uso de *covenants*, em especial aqueles capazes de restringir a realização de novos investimentos, estatisticamente mostra a maximização do valor da empresa e de sua performance operacional[437]. Além disso, as habilidades de monitoramento e *expertise* institucional dos credores financeiros se mostram especialmente úteis na mitigação de custos de agência, beneficiando os credores e outros investidores da empresa[438].

---

[435] A título de exemplo, a cláusula 10.1 do plano de recuperação judicial do Grupo Oi prevê a restrição de pagamento de dividendos até o sexto ano depois da homologação do plano, podendo distribuir dividendos depois desse período somente se o quociente Dívida Líquida/EBITDA for igual ou inferior a 2.
[436] A título de exemplo, a reunião de credores foi estabelecida nos planos de recuperação judicial do Grupo Oi (cláusula 8 do plano) e do Grupo Saraiva (cláusula 16 do plano).
[437] TUNG, op. cit., p. 155-156.
[438] Ibid., p. 181.

4.4.2. Imposição de alterações nos órgãos administrativos

A substituição de membros dos órgãos da administração é estratégia comum perseguida por investidores institucionais e credores que buscam atuar ativamente na situação de insolvência[439]. Os administradores e credores podem ter ideias distintas quanto aos meios a ser implementados na reorganização da empresa e prazos para tanto. Além disso, a administração atual pode ser vista como parte do problema que levou a empresa à situação de crise[440].

Stuart Slatter e David Lovett afirmam que a mudança do diretor executivo (ou *Chief Executive Officer* – CEO) tem uma importância simbólica relevante no contexto do processo de *turnaround*: envia uma mensagem a todos os *stakeholders* de que algo positivo está sendo implementado para melhorar a performance da empresa[441].

Contudo, nem sempre a destituição imediata do diretor executivo será a melhor estratégia a ser perseguida. Muitas vezes a administração existente é aquela que possui o maior conhecimento sobre a atividade desenvolvida pela empresa e sobre o mercado em que atua, sendo sua manutenção a melhor alternativa para se atingir uma reorganização bem-sucedida[442].

Nesse contexto, George Triantis observa que os credores têm uma opção, e não uma obrigação de demandar a substituição dos administradores. Assim, em situações em que a crise decorre de choques exógenos (como um aumento repentino do custo de determinado fator de produção) e a administração continua a empregar os ativos da melhor forma possível, não há motivos para se interferir na administração[443].

---

[439] Nesse sentido, HARNER, op. cit., p. 750; RASMUSSEN, op. cit., p. 1767. Uma pesquisa empírica conduzida por Stuart Gilson em 1989 constatou que, das 381 companhias abertas estadunidenses que tiveram queda acentuada no preço de suas ações, há uma probabilidade de 52% na alteração de membros sêniores da administração no período de um ano em que a empresa está em processo de insolvência ou reestruturando suas dívidas de forma privada. (GILSON, Management Turnover…, op. cit.).

[440] Segundo Stuart Slatter e David Lovett, "*inadequate senior management is frequently cited as the single most importante cause of corporate decline, and therefore many, but not all, turnaround situations require a new chief executive officer* (*CEO*)" (SLATTER; LOVETT, op. cit., p. 79).

[441] Ibid.

[442] SLATTER; LOVETT, op. cit., p. 79.

[443] TRIANTIS, The Interplay Between Liquidation…, op. cit., p. 106.

Assim, alterações nos órgãos administrativos são geralmente implementadas nas situações em que se constata má gestão, desalinhamento entre as expectativas dos administradores e credores na reorganização da empresa ou incapacidade da administração em exercício de lidar com a situação de crise.

Tratando especificamente da realidade brasileira, caracterizada pela alta concentração acionária, Calixto Salomão Filho também ressalta a importância de uma administração independente para se garantir a separação da pessoa jurídica daquela de seus controladores. Segundo o autor, a independência funcional dos administradores pode ser obtida não apenas com a desconcentração da propriedade acionária, mas a mesma função pode ser cumprida por meio da atuação de órgãos externos à estrutura societária, no controle e fiscalização da administração, citando os casos de participação dos trabalhadores na cogestão alemã[444].

Assim, na situação de insolvência empresarial, em que se verifica alto nível de conflito de interesses entre sócios controladores e credores em sociedades cujo capital social é muito concentrado, uma administração independente, seja por meio da imposição de alteração dos órgãos administrativos pelos credores, seja mediante a contratação de assessoria especializada na gestão de empresas em crise, é estratégia buscada pelos credores para mitigação do risco de recebimento de seus créditos[445].

Alterações nos órgãos da administração podem ocorrer em vários níveis. Credores podem buscar a substituição dos principais diretores da empresa (como os diretores executivos e financeiros) ou podem buscar representação no conselho de administração[446].

Prática bastante comum em processos de reorganização é a nomeação de um C*hief Restructuring Officer* (CRO), para atuar em conjunto com a administração existente na implementação de mudanças necessárias para superação da situação de crise[447].

---

[444] SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 94-96.
[445] No Brasil, verifica-se a existência de diversas consultorias especializadas na gestão de empresas em crise, cujos funcionários podem assumir, muitas vezes, órgãos diretivos da empresa. É o caso, por exemplo, de grandes empresas internacionais como Alvarez & Marsal, Deloitte e KPMG, mas também empresas nacionais especializadas na área, como é o caso da RK Partners e Starboard Partners.
[446] HARNER, op. cit., p. 750.

Analisando a prática norte-americana, David A. Skeel constata que, mesmo antes do início de um processo formal de reorganização, o declínio da situação financeira normalmente acarreta a quebra de algum *covenant* dos financiamentos existentes, o que é utilizado pelo credor para forçar a contratação de um CRO para trabalhar em conjunto com o conselho de administração no desenvolvimento de um plano de reestruturação. Segundo o autor, os bancos podem influenciar a escolha do CRO de diferentes formas, seja fornecendo uma lista de candidatos aceitáveis, seja vetando nomes indicados pelo devedor[448].

A contratação de um CRO é um passo considerado fundamental por muitos credores, na medida em que a administração existente possivelmente nunca enfrentou uma situação de crise antes e não possui experiência para implementar as mudanças necessárias e no tempo correto[449]. Normalmente, exercem o papel de CRO membros de empresas especializadas em reestruturação, de forma a trazer credibilidade ao processo. As funções exercidas pelo CRO são bastante amplas e podem variar de acordo com as necessidades do caso, mas geralmente ele assume poderes de gestão, integrando oficialmente o quadro de administradores da empresa em crise[450].

Importante ressaltar que o CRO não atua em benefício dos credores. Sua atuação deve ser no interesse da sociedade empresária (como qualquer outro membro da administração), visando à superação da situação de crise e à maximização do valor da empresa. Não obstante, Douglas Baird e Robert Rasmussen ressaltam que, considerando que o CRO exerce função temporária na empresa, tenderá a atuar de forma alinhada aos credores, visando a uma nova contratação em casos futuros[451].

---

[447] BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1233; RASMUSSEN, Taking Control Rights Seriously, p. 1767.
[448] SKEEL, op. cit., p. 1917.
[449] SLATTER; LOVETT, op. cit., p. 71.
[450] Conforme reporta Alvarez & Marsal: "[*t*]*he CRO can be whatever the CRO needs to be, however, in our experience, granting the CRO the executive power it needs* (*i.e. officially joining the management Board*) *not only provides accountability and enhanced governance, but on the flip side, puts the CRO on the same playing field as the other management Board members, with respect to personal liability*" (RAJAN, Bob; DETTBARN, Jan; KRONER, Steffen. The ABCs of the CRO. Eurofenix, 2014, p. 26.) Disponível em: https://www.alvarezandmarsal.com/sites/default/files/chief-restructuring-officer.pdf. Acesso em: 18 set. 2019.
[451] BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1235.

A vantagem da substituição dos administradores sobre os mecanismos contratuais utilizados para exercício de controle de forma externa à estrutura societária é que o novo administrador, agindo de dentro da estrutura societária, permanece em sua função mesmo com o início de um processo de reorganização. Os direitos contratuais, por outro lado, são normalmente neutralizados em razão da instauração do *stay period*[452].

Alterações nos órgãos administrativos de empresas em crise são também implementadas no Brasil. É o caso, por exemplo, do Grupo OGX, que contratou a consultoria Angra Partners para viabilizar a reestruturação financeira do grupo no âmbito das negociações com seus principais credores, sobretudo internacionais. Nesse processo, a administração foi substituída por um profissional de mercado vinculado à consultoria antes mesmo do ajuizamento da recuperação judicial[453]. Ao final do processo, os credores, por meio da capitalização dos créditos acordada no âmbito do plano de recuperação judicial, assumiram o controle da OGX Petróleo e Gás reestruturada, que passou a se chamar Dommo Energia[454].

Credores também se utilizam da influência exercida por meio do processo de aprovação do plano para impor mudanças na administração. É o caso da recuperação judicial da livraria Saraiva, que, para evitar sua falência, aceitou a exigência de um grupo de credores composto por 21 editoras de livros de afastar seu fundador e sócio controlador, que atuava como CEO, da gestão da empresa[455]. O plano de recuperação aprovado previu a contratação de uma empresa de recrutamento e seleção para elaborar uma lista tríplice de profissionais para assumir o cargo de diretor presidente, além de indicar nove profissionais independentes para ocupar duas vagas no conselho de administração, os quais poderiam ser vetados pelos credores[456].

---

[452] RASMUSSEN, op. cit., p. 1767.
[453] Segundo consta das notícias veiculadas na mídia, a administração foi substituída em outubro de 2013, antes do ajuizamento do processo de recuperação judicial, por Paulo Narcélio Simões Amaral, ligado à Angra Partners, que assumiu o cargo de diretor presidente. Conforme consta, a substituição se relaciona à exigência formulada por credores internacionais no âmbito da renegociação das dívidas da petroleira. https://oglobo.globo.com/economia/presidente-da-ogx-deixa-empresa-10375986. Acesso em 18 set. 2019.
[454] Conforme consta das cláusulas 10.2 e 10.3 do plano de recuperação judicial da OGX Petróleo e Gás.
[455] Conforme veiculado na mídia: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/08/para-evitar-falencia-saraiva-aceita-exigencia-de-credores-e-vai-tirar-controladores-da-gestao.shtml. Acesso em 18 set. 2019.
[456] Conforme consta da cláusula 4 do plano de recuperação judicial da Saraiva.

Já no caso da recuperação judicial do Grupo Oi, a rejeição, pelo conselho de administração, do plano de recuperação alternativo proposto por um grupo *ad hoc* de *bondholders*, levou tais credores a peticionarem em juízo requerendo o afastamento dos membros do conselho nomeados pelos acionistas controladores à época, que resistiam à implementação da reestruturação proposta[457].

No caso, o juízo deferiu o afastamento dos conselheiros nomeados pela assembleia geral de assuntos relacionados à recuperação judicial e nomeou o então diretor presidente da Oi, que estava alinhado com os credores, para conduzir o processo e apresentar o plano de recuperação. O plano aprovado previu a substituição de grande parte dos membros do conselho de administração por profissionais indicados no próprio plano, além da conversão de grande parte da dívida em ações, implicando expressiva diluição da participação dos acionistas[458].

4.4.3. Transferência do controle societário aos credores mediante conversão de dívida em ações da empresa reestruturada

Alguns credores buscam exercer influência sobre a empresa em crise de forma direta, mediante a conversão de seus créditos em participação na empresa, obtendo ações em número suficiente para possuir uma posição de controle[459].

Nos Estados Unidos, a conversão de dívida em capital é a regra em muitos processos de reorganização no âmbito do *Chapter 11*. Isso se dá, principalmente, em razão de os acionistas naquela jurisdição serem considerados uma classe de credores, subordinada a todas as demais. Devido à aplicação da *absolute priority rule*, os acionistas são drasticamente diluídos ou mesmo eliminados da estrutura de capital depois da implementação da reorganização, visto que, em situações de insolvência, a empresa não terá ativos suficientes para o pagamento integral dos credores hierarquicamente superiores[460]. Assim, na falta de ativos suficientes para o pagamento da dívida, alguns

---

[457] Sobre o caso Oi, ver item 4.5.3.
[458] Sobre o caso Oi, ver item 4.5.3.
[459] HARNER, op. cit., p. 752.
[460] Nesse sentido, Robert K. Rasmussen afirma que "[*t*]*he heart of Chapter 11 is the absolute priority rule. It sets forth the conditions that must be met for an investor to see her cash flow rights changed over her*

credores (geralmente os quirografários) são pagos com ações de emissão da empresa, passando ao *status* de novos acionistas da empresa reestruturada[461].

A lei brasileira não possui uma disposição semelhante. Os sócios não fazem parte de nenhuma classe de credores na recuperação judicial; aliás, é inclusive vetado o exercício de direito de voto pelos sócios que detenham créditos contra o devedor em assembleia geral de credores (artigo 43 da LRE). Também não há disposição legal que trate da subordinação do crédito dos sócios ou acionistas em processos de recuperação judicial[462]. Assim, a diluição da participação societária em processos de recuperação judicial deve necessariamente contar com o consentimento do devedor e, indiretamente, de seus sócios controladores[463].

A conversão de dívida em capital está prevista como meio de recuperação em pelo menos dois incisos do artigo 50 da LRE: no inciso VI (aumento de capital social) e no inciso XV (emissão de valores mobiliários). O plano pode prever tanto a conversão direta de dívida em capital, mediante aumento de capital e a conversão dos créditos em ações, quanto o pagamento com títulos (como debêntures conversíveis) para posterior conversão em ações.

Apesar de menos comum do que nos Estados Unidos, verifica-se, na prática, casos de recuperação judicial em que houve expressiva diluição dos sócios controladores na empresa reestruturada nos termos do plano de recuperação, mediante conversão da dívida em capital. Para citar alguns casos, tem-se Oi S.A., OGX Petróleo e Gás S.A., Eneva S.A., MBAC Fertilizantes e Lupatech S.A.

---

objection. Those holding secured debt can see their principal reduced, the interest rates on the debt trimmed, and the term of the loan extended. Unsecured debt can be reduced, paid off at pennies to the dollar, or coverted to equity. Equity can be drastically diluted or even wiped out in full" (RASMUSSEN, op. cit., p. 1750).

[461] Sobre o pagamento dos credores com participação societária na empresa reestruturada nos Estados Unidos, Robert K. Rasmussen constata que: "*lenders are given new interests in the reorganized company. In most cases where the debtor is not sold to a new owner, the standard result is that shares in the reorganized company are distributed to the prebankruptcy investors. They do not go to the old shareholders; instead, they go to the former debt holders* […] *The point is that Chapter 11 does not give control rights to creditors. Rather, it changes the creditors* (*or at least some of them*) *into shareholders*" (Ibid.).

[462] A subordinação de créditos detidos por sócios é prevista apenas no processo de falência, no artigo 83, VIII (b) da LRE.

[463] Conforme dispõe o artigo 56, §3º da LRE.

Thomas B. Felsberg e Pedro T. Bianchi afirmam que a conversão de dívida em capital é o melhor modelo de reestruturação para aquelas empresas com potencial *equity value* pós-reorganização, mas que tenham sua liquidez comprometida a curto prazo[464]. Além disso, sua implementação diminui significativamente o endividamento exigível, permitindo a desalavancagem financeira da empresa[465].

A implementação da conversão de dívida em capital também é medida buscada por investidores institucionais com intenção de adquirir o controle de empresas em crise. Como analisado no item 4.2, alguns desses investidores adquirem créditos no mercado secundário com a intenção de convertê-los em capital no contexto de uma reestruturação futura.

Segundo Michelle M. Harner, o principal objetivo desses investidores é, uma vez no controle da empresa, implementar as alterações necessárias para criação (ou ampliação) de valor na empresa investida, obtendo lucro com a posterior venda de suas ações, o que ocorre, em média, de um a três anos depois da conversão[466]. Devido ao curto prazo do investimento, a autora questiona os reais benefícios da atuação dos investidores institucionais na reorganização de empresas em crise, ou seja, se sua atuação realmente maximiza o valor da empresa a longo prazo ou se apenas importa em uma valorização temporária das ações, beneficiando exclusivamente esses investidores[467].

4.5. ANÁLISE DE CASOS DE ORGANIZAÇÃO E ATIVISMO DE CREDORES NO BRASIL

Como analisado no capítulo anterior, a LRE optou pela manutenção do devedor (e de seus órgãos societários, sob o comando de seu sócio controlador) na condução da atividade empresarial durante os processos de recuperação judicial e de recuperação extrajudicial, conferindo-lhe prerrogativas exclusivas para iniciar o processo e propor o plano de

[464] FELSBERG, Thomas; BIANCHI, Pedro Henrique Torres, Apontamentos sobre conversão de dívida em capital, in: ELIAS, Luis Vasco (Org.), **10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências. Reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 481.
[465] Ibid.
[466] HARNER, op. cit., p. 753-754.
[467] Ibid.

recuperação, sendo que qualquer modificação proposta por credores deve ser expressamente aprovada pelo devedor.

Tal fato tem levado alguns autores a concluir que o devedor parece ter mantido o exclusivo domínio das rédeas do processo, pois sabe que as consequências da falência são deletérias também para os credores, os quais relutam em rejeitar planos de recuperação, dando aos devedores e a seus controladores "um poder de fato exacerbado na rejeição de propostas de alteração formuladas por credores"[468].

Busca-se analisar neste tópico indícios extraídos de alguns casos recentes de recuperação judicial e extrajudicial de grandes empresas brasileiras nos quais se observou uma intensa atuação de determinado grupo de credores no sentido de impor mudanças na governança corporativa da empresa em situação de insolvência levando, muitas vezes, à significante perda de poder de controle por parte dos antigos sócios controladores da empresa reestruturada.

Ressalte-se que a presente análise é limitada a poucos casos de recuperação judicial e extrajudicial selecionados, na medida em que, diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos, não foram identificados no Brasil estudos estatísticos ou pesquisas empíricas sobre *creditor control*, utilização de *covenants* contratuais para imposição de mudanças na gestão da empresa e *management turnover*.

Selecionamos os casos da recuperação judicial do Grupo OGX, recuperação extrajudicial do Grupo MBAC e recuperação judicial do Grupo Oi, por se tratarem de casos relevantes desenvolvidos no Brasil nos últimos anos e que demonstram a organização e o ativismo de credores com o objetivo de interferir na gestão da empresa em crise e, ao final, adquirir seu controle.

4.5.1. Caso OGX

[468] PAIVA, Dez anos de vigência…, op. cit., p. 260.

O Grupo OGX, formado pelas empresas OGX Petróleo e Gás Participações S.A., OGX Petróleo e Gás S.A., OGX International GMBH e OGX Austria GMBH, foi criado em 2007 pelo empresário Eike Batista para realização de atividades exploratórias de petróleo e gás em poços brasileiros, e captou recursos no mercado nacional e internacional para financiar suas atividades. Dentre os recursos captados, estão aqueles decorrentes da emissão de títulos de dívida no exterior (*bonds*), o que resultou na assunção de um endividamento perante tais credores internacionais de aproximadamente 3,6 bilhões de dólares[469].

As dificuldades enfrentadas pelo grupo na exploração do campo de Tubarão Azul e dos outros campos próximos (Tubarão Gato, Areia e Tigre), levaram à deterioração da situação financeira da empresa e culminaram com seu pedido de recuperação judicial em 30 de outubro de 2013, para a reestruturação de um passivo de 11,2 bilhões de reais, distribuído à 4ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro.

Antes do ajuizamento do pedido de recuperação judicial, a companhia comunicou ao mercado a alteração na composição de sua administração, tendo sido nomeado o administrador profissional sr. Paulo Narcélio Simões Amaral como novo diretor-presidente, além da contratação da consultoria Angra Partners para coordenar e assessorar a companhia em seu processo de reestruturação[470].

A companhia celebrou um *Plan Support Agreement* (PSA) com seus principais credores quirografários internacionais, titulares de *bonds* emitidos no exterior (*bondholders*), e com a OSX Brasil S.A. (companhia pertencente ao mesmo grupo econômico, controlada pelo empresário Eike Batista, que também ajuizou processo de recuperação judicial alguns dias mais tarde), estabelecendo os principais termos da reestruturação[471]. De acordo com o PSA, os *bondholders* concederiam dinheiro novo à companhia por meio de contrato garantido e prioritário de *DIP financing*, conversível em novas ações representando 65% do capital da OGX. Além disso, os créditos quirografários

[469] Cf. informações constantes da petição inicial do pedido de recuperação judicial do Grupo OGX ajuizado em 30 de outubro de 2013 perante a 4ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro sob nº 0377620-56.2013.8.19.0001.
[470] Cf. fato relevante divulgado pela companhia em 15 de outubro de 2013.
[471] Cf. fato relevante divulgado pela companhia em 24 de dezembro de 2013.

e créditos da OSX seriam igualmente convertidos em ações da OGX, representando 25% de seu capital social.

O plano de recuperação aprovado refletiu os termos constantes do PSA, e resultou em expressiva diluição da participação detida pelos acionistas anteriores. O plano previu que o sr. Eike Batista (antigo sócio controlador da OGX) permaneceria com apenas uma ação da empresa reestruturada[472]. Além disso, o plano previu alterações na governança corporativa, inclusive a contratação de um *agente de verificação* responsável por prestar serviços de monitoramento das atividades da OGX em benefício dos credores que concederam o novo financiamento, que deveria permanecer até a implementação da conversão da dívida em capital. O plano também previu a obtenção de registro de companhia aberta e a alteração de seu estatuto social, estabelecendo a instalação de um conselho de administração, composto ao menos por três integrantes[473].

O plano igualmente previu a obrigação de a administração da OGX observar, na condução de suas atividades, as melhores práticas de governança corporativa, além de todos os termos, condições, limitações e restrições previstas no plano e nos documentos a ele relacionados[474].

Depois da aprovação do plano e sob a nova gestão, as atividades do Grupo OGX foram amplamente reestruturadas e redimensionadas. A companhia alterou sua denominação para Dommo Energia e implementou alterações em seu plano de negócios, passando a focar suas operações no Campo de Tubarão Martelo, abandonando a produção no campo anteriormente explorado pelo grupo (Tubarão Azul)[475].

4.5.2. Caso MBAC

A análise da recuperação extrajudicial do Grupo MBAC é interessante para o presente estudo, na medida em que demonstra a atuação de fundos de investimentos na

---

[472] Cf. dispõe a cláusula 10.3 do plano de recuperação da OGX Petróleo e Gás S.A.
[473] Cf. dispõe a cláusula 7 do plano de recuperação da OGX Petróleo e Gás S.A.
[474] Cf. dispõe a cláusula 7.1 do plano de recuperação da OGX Petróleo e Gás S.A.
[475] Cf. informações constantes do sítio eletrônico da companhia: http://dommoenergia.com.br/dommo-energia/quem-somos/. Acesso em 20 set. 2019.

aquisição de créditos detidos por instituições financeiras contra as empresas do Grupo MBAC em valor equivalente a 91% de sua dívida quirografária, com o objetivo de adquirir seu controle ao final do processo.

As sociedades pertencentes ao Grupo MBAC (Itafós Mineração S.A., MBAC Fertilizantes S.A. e MBAC Desenvolvimento S.A.) ajuizaram pedido de recuperação extrajudicial em 3 de maio de 2016 perante a vara cível da comarca de Arraias, no Estado de Tocantins[476], para homologação do plano de recuperação extrajudicial negociado com dois credores, Alpha Fundo de Investimentos em Participações (FIP Alpha) e Zaff LLC, titulares de 91% dos créditos quirografários detidos contra as empresas do grupo.

Segundo reportado na petição inicial, tais credores negociaram a aquisição dos créditos originalmente concedidos por diversas instituições financeiras brasileiras e estrangeiras às empresas do Grupo MBAC. O plano de recuperação extrajudicial previa que os credores optassem pelo pagamento em dinheiro (limitado ao montante de 15 mil reais) ou pelo pagamento em títulos, sendo o valor equivalente a 10% dos créditos abrangidos pagos em debêntures conversíveis em ações preferenciais e os restantes 90% em bônus de subscrição para novas ações de emissão de uma das companhias do Grupo MBAC.

O plano foi homologado em 28 de agosto de 2016. A implementação do plano resultou na subscrição de ações pelos credores, inclusive pelo FIP Alpha e pela Zaff LLC, os quais se tornaram os novos controladores da Itafós Mineração.

4.5.3. Caso Oi

A recuperação judicial do Grupo Oi foi um caso emblemático no que tange às disputas entre acionistas, administradores e credores, bem como conflitos entre a aplicação das regras de direito societário e aquelas atinentes à recuperação judicial.

[476] Processo de recuperação extrajudicial nº 0000398-48.2017.8.27.2709 em curso perante a Vara Cível da Comarca de Arraias/TO.

Não se pretende realizar aqui uma análise exaustiva do caso, visto que envolveu, durante quase dois anos, muitos outros aspectos do direito concursal que não são relevantes para o presente trabalho.

O objetivo desta análise é demonstrar como, na prática, a organização e o ativismo de credores no âmbito de processos de recuperação judicial podem levar à imposição de um plano de recuperação alternativo sem a expressa autorização de seus acionistas – que, mesmo minoritários, exerciam o *controle de fato* do Grupo Oi no início do processo de recuperação – levando, ao final, à expressiva diluição dos acionistas preexistentes e à imposição de um modelo de governança ditado pelos credores.

A Oi S.A., em conjunto com as sociedades Telemar Norte Leste S.A., Oi Móvel S.A., Copart 4 Participações S.A., Copart 5 Participações S.A., Portugal Telecom International Finance BV e Oi Brasil Holdings Coöperatief UA por ela controladas, todas integrantes do denominado "Grupo Oi", ajuizaram pedido de recuperação judicial em 20 de junho de 2016, distribuído à 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro, para reestruturação de dívida em valor aproximado de 65,4 bilhões de reais.

De acordo com fato relevante publicado pela Oi S.A. na data do ajuizamento do pedido de recuperação judicial[477], este se deu em razão de obstáculos enfrentados pela administração da Oi S.A. para encontrar uma alterativa viável junto aos seus credores que possibilitasse a superação de sua situação de crise econômico-financeira.

Conforme divulgado ao mercado, previamente ao ajuizamento da recuperação judicial, a companhia esteve em negociação com um grupo de *bondholders* para tratar da renegociação privada de suas dívidas[478]. Depois de uma divergência quanto à proposta de reestruturação[479], a companhia, em conjunto com as demais sociedades do Grupo Oi, ajuizou o pedido de recuperação judicial.

---

[477] Cf. fato relevante divulgado pela Oi S.A. em 20 de junho de 2016.
[478] Fato relevante divulgado pela Oi S.A. em 17 de junho de 2016.
[479] De acordo com informações constantes dos autos, a companhia havia feito uma proposta para conversão de dívida correspondente a 90% do capital social da Oi S.A. Os *bondholders* fizeram uma contraproposta pela qual aceitavam a reestruturação, com recebimento de 95% do capital. Diante da inexistência de acordo, a companhia ajuizou pedido de recuperação judicial em 20 de junho de 2016.

Durante o curso do processo de recuperação judicial, permaneceram inúmeras divergências sobre a proposta de reestruturação a ser incluída no plano de recuperação, entre, de um lado, um grupo de credores organizado composto por diversos *bondholders*[480] e, de outro, acionistas minoritários da Oi S.A. (Bratel S.À.R.L. e Fundo Societé Mondiale) que, à época, eram titulares em conjunto do *controle de fato* do Grupo Oi[481].

Nesse contexto, o Grupo Oi, sob comando de seus acionistas controladores, apresentou nos autos uma proposta de plano de recuperação, a qual foi objetada por credores, inclusive pelo grupo de *bondholders*. A principal objeção dos *bondholders* ao plano, segundo noticiado nos autos, era que a proposta dos acionistas controladores não contemplava a imediata conversão de parte da dívida em capital e a injeção de novos recursos necessários para assegurar o soerguimento do Grupo Oi, tratando-se de "mecanismos ilegais, abusivos e ineficazes de reestruturação que *inter alia* priorizam os interesses econômicos dos Acionistas Controladores em detrimento dos credores"[482].

Alternativamente ao plano dos acionistas controladores, o grupo de *bondholders* propôs a adoção de outras medidas de reestruturação, dentre elas a imediata conversão de parte relevante da dívida em capital e a injeção de novos recursos, mediante operação de

---

[480] Esse grupo de credores era composto por 28 credores internacionais organizados entre si, sendo eles: (1) Capricorn capital, ltd., (2) Syzygy capital management, ltd., (3) York global finance fund, l.p., (4) citadel equity fund ltd., (5) Canyon capital finance s.à.r.l., (6) Goldentree distressed fund 2014 LP; (7) gn3 sip limited; (8) GN3 sip LP, (9) the Louisiana state 4 employees retirement system, (10) Goldentree insurance fund series interests of the sali multi-series fund, LP, (11) Goldentree distressed master fund 2014 ltd, (12) Goldentree master fund, ltd., (13) Gold coast capital subsidiary x limited, (14) Goldentree e distressed debt master fund ii lp, (15) Goldentree NJ distressed fund 2015, LP, (16) GT nm, LP, (17) Goldentree credit opportunities master fund, ltd., (18) Goldentree multi-sector master fund Icav – Goldentree multisector master fund portfolio a, (19) stellar performer global series: series g – global credit, (20) Goldentree entrust master fund SPC, em nome de segregated portfolio i., (21) Goldentree e distressed debt fund ii LP (22) Goldentree master fund ii, ltd., (23) benefit street credit alpha master fund ltd., (24) Blackrock strategic fund, (25) Brookfield credit opportunities master fund, L.P.; (26) redwood drawdown master fund, L.P.; e (27) redwood master fund, ltd., (27) BNP Paribas fortis SA/NY, e (28) KFW Ipex-bank GMBH.

[481] À época do ajuizamento do pedido de recuperação judicial, a Bratel S.À.R.L. (subsidiária integral da Pharol SGPS S.A.) detinha 22,24% do capital social da Oi S.A., e o Fundo Societé Mondiale, que passou a adquirir ações de emissão da companhia concomitantemente ao início do processo de recuperação, chegou a deter 6,32% do capital social. Os dois acionistas, depois de uma disputa pelo exercício do controle do Grupo Oi, celebraram um acordo de controle compartilhado em 13 de setembro de 2016, o qual previa o direito de elegerem sete dos onze membros do Conselho de Administração da Oi S.A. (conforme fato relevante divulgado em 13 de setembro de 2016. Disponível em: https://www.oi.com.br/ri/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43085&conta=28&id=231759). Acesso em: 09 set. 2019.

[482] Cf. consta em petição de fls. 241.856/241.984 apresentada pelo grupo de *bondholders* nos autos da recuperação judicial do Grupo Oi.

oferta pública de novas ações de emissão da Oi S.A., o que resultaria na expressiva diluição da participação até então detida pelos acionistas controladores.

Depois de negociações entre o referido grupo de credores e a diretoria da companhia, chegou-se ao que se chamou de um *plano de recuperação consensual alternativo*. Contudo, referido plano foi rejeitado pelo conselho de administração da companhia, que era composto em sua maioria por membros nomeados pelos então acionais controladores. Na mesma reunião do conselho, seus membros aprovaram alterações na diretoria estatutária das sociedades do Grupo Oi, nomeando dois membros do conselho vinculados aos acionistas controladores para o cargo de diretores. Conforme consta da ata da reunião, a alteração na diretoria teve como objetivo "aprimorar a interação entre o Conselho de Administração e Diretoria"[483].

Diante da rejeição, pelas devedoras, do *plano de recuperação consensual alternativo* e a alteração na diretoria da companhia, o grupo de *bondholders* peticionou nos autos da recuperação judicial requerendo, com fundamento no artigo 64 da LRE, o afastamento dos *acionistas minoritários controladores* (Bratel e Societé Mondiale) de qualquer participação ou ingerência político-administrativa no Grupo Oi, a destituição dos membros do conselho de administração por eles nomeados e a suspensão da eficácia da nomeação dos novos diretores estatutários, por ser decorrente de conduta abusiva dos acionistas controladores e membros conflitados do conselho de administração. Na mesma petição, o grupo de *bondholders* requereu, ainda, que fosse submetido à deliberação e votação em assembleia geral de credores o *plano de recuperação consensual alternativo*, que não contou com a aprovação do conselho de administração da Oi S.A.[484].

Em decisão de 16 de novembro de 2017 (e confirmada por decisão de 29 de novembro de 2017), o juízo da 7ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro acolheu em parte os pedidos formulados pelo grupo de credores, apenas para determinar que os novos diretores nomeados pelo conselho de administração se abstivessem de interferir em questões relacionadas ao processo de recuperação judicial e à negociação e elaboração do

[483] Conforme ata de reunião do Conselho de Administração da Oi S.A. ocorrida em 3 de novembro de 2017. Disponível em: https://www.oi.com.br/ri/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43091&conta=28&id=250247 (acessado em 09/09/2019).
[484] Cf. petição de fls. 241.856/241.984 do processo de recuperação judicial do Grupo Oi.

plano de recuperação, nomeando o então diretor presidente da companhia, Eurico Teles, como responsável pessoal para conduzir e concluir as negociações com os credores e apresentar o plano de recuperação a ser votado em assembleia geral de credores, independentemente de aprovação pelo conselho de administração.

Com fundamento nas referidas decisões, o presidente da companhia submeteu à deliberação da assembleia geral de credores um plano de recuperação negociado com seus credores, sem que houvesse a aprovação do conselho de administração ou envolvimento dos demais diretores afastados dos assuntos relacionados à recuperação judicial. O plano foi aprovado pela assembleia geral de credores no dia 20 de dezembro de 2017.

O plano de recuperação aprovado previu a implementação de diversas medidas que, nos termos da Lei das S.A. e do estatuto da Oi S.A., necessitariam de autorização da assembleia geral de acionistas, tais como: *(i)* a realização de aumentos de capital social acima do capital autorizado; *(ii)* a substituição parcial dos membros da administração do Grupo Oi; *(iii)* a implementação de um novo modelo de governança corporativa, prevendo a alteração da estrutura do conselho de administração; e *(iv)* a atribuição de poderes aos diretores de forma diversa da disposta no estatuto social[485].

Em 8 de janeiro de 2018, o juízo da recuperação judicial homologou o plano e, contrariamente ao parecer do Ministério Público, dispensou a convocação de assembleia geral extraordinária de acionistas para aprovação das cláusulas do plano correspondentes à competência legal e estatutária desse órgão (notadamente as cláusulas que preveem alterações nos órgãos sociais e aumento de capital acima do autorizado), nos seguintes termos:

> Considero, contudo, que as alterações pertinentes, inclusive do estatuto social da companhia, aprovadas no PRJ [*plano de recuperação judicial*] dispensam a realização de AGE [*assembleia geral extraordinária*] e podem ser levadas a cabo pelos órgãos de direção da companhia, com base na autorização assemblear de credores, na forma prevista na LRF [*lei de recuperação e falências*], que é lei especial em relação à LSA [*lei das sociedades por ações*] sobre a matéria. […] A vontade dos credores deve ser respeitada, sendo até mesmo vedada a prática de qualquer ato – seja por acionista, membro do conselho ou administrador da

[485] Tais disposições estão previstas nas seguintes cláusulas do plano de recuperação aprovado em 20 de dezembro de 2017: 4.3.3.5 (Aumento de Capital – Capitalização de Créditos), 6 (Aumento de Capital – Novos Recursos) e 9 (Governança da Oi durante a Recuperação Judicial).

> companhia – que tenha o fim de inviabilizar o cumprimento do plano de recuperação aprovado na forma da lei. Cabe, inclusive, ao presidente do Conselho de Administração dar imediato e efetivo cumprimento ao plano aprovado, tão logo homologado, assegurando, dentre outras, as condições provisórias de governança corporativa e conversão de dívida em ações, conforme decisão soberana dos credores.

Depois da homologação do plano de recuperação, a acionista Bratel convocou, com base no artigo 123, parágrafo único, "c" da Lei das S.A., uma assembleia geral de acionistas para o dia 7 de fevereiro de 2018 com o intuito de deliberar sobre questões societárias, inclusive as previstas no plano de recuperação aprovado, e sobre a propositura de ação de responsabilidade contra o diretor presidente.

Em 8 de fevereiro de 2018, a pedido da diretoria do Grupo Oi, o juízo da 7ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro proferiu decisão para sustar os efeitos da referida deliberação. Ainda, em 7 de março de 2018, acolhendo parecer do Ministério Público e com base no artigo 64, III da LRE[486], suspendeu os direitos políticos dos acionistas que participaram da deliberação e afastou os membros do conselho de administração por eles eleitos, até que fosse realizado o aumento de capital previsto no plano.

Nos termos da referida decisão, o juízo da recuperação judicial entendeu que a realização da assembleia de acionistas foi uma prova de que os acionistas controladores possuem posição de antagonismo em relação ao plano aprovado, buscando sobrepor seus interesses aos dos demais personagens envolvidos no processo de recuperação da empresa.

As decisões proferidas pelo juiz de primeira instância foram integralmente mantidas pelo Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro no âmbito dos agravos de instrumento interpostos pelos então acionistas controladores Bratel e Fundo Societé Mondiale.

A 8ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro entendeu que, durante o trâmite da recuperação judicial, o foco passa a ser o soerguimento da empresa, não podendo os interesses particulares de determinados acionistas se sobreporem ao princípio da preservação da empresa, sendo dever legal do juízo da recuperação coibir

[486] O artigo 64, III prevê hipótese de afastamento do devedor ou seus administradores quando tiverem agido com dolo, simulação ou fraude contra os interesses dos credores.

condutas de determinados acionistas que comprometam de forma grave o processo de recuperação judicial.

Nesse sentido, confira-se trecho do acórdão proferido pela 8ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro no agravo de instrumento nº 0072315-31.2017. 8.19.000 interposto pelo Fundo Societé Mondiale contra a decisão que determinou o afastamento dos diretores nomeados pelo conselho de administração:

> Não há como deixar de reconhecer que no cenário de uma recuperação judicial, o princípio da função social da propriedade, bem como da empresa, devem balizar o exercício dos direitos dos acionistas, disciplinados notadamente nos art. 116 e 154, ambos da LSA [*lei das sociedade por ações*], que não mais se encontram adstritos aos anseios do empresário, mas da sociedade empresarial e do interesse social indissociável ao soerguimento da empresa viável, de forma a ser preservada a fonte produtora e geradora de empregos, bens e serviços, a fim de que seja promovida sua função social, estimulando a atividade econômica. […] Deste modo, no panorama de recuperação judicial, cabe aos acionistas permitirem e envidarem todos os esforços no soerguimento e na preservação da empresa viável, por intermédio de negociação intensa com os credores, apresentando um plano eficaz e viável para seu soerguimento. Por se encontrar a sociedade em um regime especial, as disposições contidas na Lei nº 6.404/76 devem se harmonizar com a situação de excepcionalidade, cuja proteção jurídica não se destina aos seus sócios ou acionistas, mas sim no resguardo da empresa em recuperação judicial. A recuperação judicial, portanto, baliza e restringe o exercício dos direitos societários, que deve ser pautado no princípio da preservação da empresa e de sua função social. […] Decerto que o interesse da coletividade de credores, fornecedores, empregados etc. de uma sociedade em recuperação judicial suplanta os anseios solitários do acionista que, ao perseguir interesse próprio, possa atuar em descompasso com a permanência da empresa, inviabilizando a apresentação de um plano de recuperação que atenda aos anseios dos credores e seja passível de aprovação em assembleia. A partir do momento em que a sociedade entra no regime da recuperação judicial, seus sócios devem se comportar de acordo com os mandamentos da lei recuperacional, principalmente após a aprovação de plano, pois seu descumprimento acarretará, irremediavelmente, a convolação em falência, que se constitui o pior cenário econômico para todos os envolvidos. […] Portanto, se deparando o Juízo Recuperacional com uma situação, ainda que resvale na seara societária, de conflito de interesses entre alguns acionistas mas que comprometa de forma grave e direta o processo de recuperação judicial, possui o dever legal de coibir tal conduta e garantir os meios legais para que a sociedade viável possa se reerguer, efetivando o princípio da função social.

A manutenção do plano de recuperação em vigor pelo Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro permitiu a implementação das medidas nele previstas, inclusive os sucessivos aumentos de capital para conversão dos créditos detidos pelos *bondholders* em ações e para a injeção de novos recursos pelos *bondholders* partes do contrato de

compromisso de aporte celebrado no âmbito da reorganização, culminando na expressiva diluição da participação detida pelos acionistas anteriores à aprovação do plano[487].

4.5.4. Anotações sobre a organização e ativismo dos credores no Brasil

A análise dos casos do Grupo OGX, Grupo MBAC e Grupo Oi demonstra a organização e o ativismo de determinados grupos de credores em processos de recuperação judicial e extrajudicial no Brasil, visando à aprovação de planos de recuperação prevendo a implementação de grandes alterações na governança corporativa de empresas em crise. Nos casos analisados, os credores que atuaram ativamente nos processos acabaram se tornando acionistas da empresa reestruturada, mediante a conversão de dívida em capital e expressiva diluição dos acionistas preexistentes.

No caso da recuperação judicial do Grupo OGX, o então acionista controlador optou por abrir mão do controle para viabilizar a negociação de um plano de recuperação com seus principais credores que possibilitasse o soerguimento da empresa. Segundo reportado por Paulo Narcélio, que atuou como CEO da OGX desde o início do processo de recuperação judicial, a oportunidade foi a de congregar todos os *stakeholders* em torno do conceito de que a companhia poderia se tornar viável se fosse constituída uma estrutura de capital compatível com a atividade produtiva do petróleo, mas esse exercício dependia de que todos os *stakeholders* abrissem mão de algo em troca da salvação da empresa[488].

Já o caso da recuperação extrajudicial do Grupo MBAC é um exemplo típico da atuação de investidores institucionais com o objetivo de adquirir o controle da empesa em crise por meio da aquisição de *distressed debt* no mercado secundário e a posterior negociação e aprovação de um plano de recuperação prevendo a conversão da dívida em capital, em situação muito semelhante à descrita no item 4.2.

---

[487] Cf. informações constantes do site da Oi S.A., atualmente a acionista Bratel detém apenas 4,34% do capital social da Oi S.A. (em contraposição à participação anterior de 22,24%).

[488] AMARAL, Paulo Narcélio Simões, O Executivo na recuperação judicial, in: ELIAS, Luis Vasco (Org.), **10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências. Reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 349.

No caso da recuperação judicial do Grupo Oi, a imposição de um plano alternativo foi possível em razão da determinação judicial – a requerimento de grupo organizado e ativo de 28 credores internacionais – que, baseada no artigo 64 da LRE, ordenou que os novos diretores nomeados pelo conselho de administração (a comando dos acionistas controladores) se abstivessem de tomar qualquer medida relacionada ao processo de recuperação judicial, bem como à negociação e elaboração do plano de recuperação, concentrando todo o poder decisório a esse respeito nas mãos do diretor presidente do Grupo Oi, o qual havia negociado o *plano de recuperação consensual alternativo* proposto por tal grupo de credores. Diferentemente dos casos do Grupo OGX e MBAC, em que a conversão dos créditos e a troca do controle foi consensual, no caso do Grupo Oi não houve acordo entre credores e acionistas controladores.

Tal fato permitiu a submissão à deliberação da assembleia de credores de plano de recuperação que não contou com a aprovação do conselho de administração, o qual previa alterações substanciais na estrutura de controle do Grupo Oi, seja em razão das alterações na estrutura e composição de seus órgãos administrativos, com a substituição dos membros do conselho de administração eleitos pelos acionistas e a eleição de novos membros para o denominado *Conselho Transitório* preestabelecidos no plano de recuperação, seja em razão da imposição de expressiva diluição da participação acionária existente, mediante sucessivos aumentos de capital para capitalização de créditos e injeção de novos recursos por credores.

No mesmo sentido, foi afastada por determinação judicial a necessidade de ratificação do plano aprovado pelos credores – e das medidas nele previstas que requereriam autorização da assembleia geral de acionistas – pelos órgãos societários do Grupo Oi, permitindo-se sua implementação, o que resultou na transferência do controle do Grupo Oi aos credores *bondholders*, que se tornaram os maiores acionistas da Oi S.A. depois da implementação dos aumentos de capital previstos no plano.

Da análise dos casos anteriores, verifica-se como denominador comum a atuação predominante de credores internacionais, em especial *bondholders* e investidores institucionais, com o objetivo de interferir na gestão das empresas em crise e de adquirir seu controle. Tal fato pode estar intimamente relacionado aos obstáculos verificados no

Brasil que dificultam e desincentivam uma atuação mais ativa por parte dos credores nas situações de insolvência empresarial. Os principais obstáculos serão objeto de análise do próximo capítulo.

5. OBSTÁCULOS PARA A ORGANIZAÇÃO E O ATIVISMO DOS CREDORES NO BRASIL

Como analisado no capítulo anterior, o fenômeno do *creditor control* é uma realidade no direito norte-americano, em que se nota, na prática, uma intensa organização e ativismo de credores nos processos de reorganização, com o objetivo de implementar mudanças na gestão das empresas em crise, impondo limites na atuação dos gestores e até mesmo exigindo a substituição da administração por membros indicados por eles e que acabam, em muitos casos, resultando na conversão da dívida em capital da empresa reestruturada.

Esse movimento começa a ser perceptível em alguns casos de recuperações judiciais e extrajudiciais no Brasil. Apesar das diferenças entre as estruturas de capital e legislações dos dois países, nota-se uma maior organização e ativismo de credores no Brasil, possibilitando a imposição de mudanças na gestão das empresas em crise, resultando, em certos casos, na transferência do controle aos credores ao final do processo de recuperação.

O desenvolvimento do fenômeno do *creditor control* no Brasil, contudo, sofre algumas barreiras legais, regulatórias e culturais que acabam por dificultar e até mesmo desestimular a atuação mais ativa por parte dos credores, sobretudo daqueles nacionais, nas situações de insolvência empresarial. Analisaremos neste capítulo alguns dos principais fatores que dificultam a organização e o ativismo dos credores no Brasil.

5.1. ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Como destacam Emanuelle U. Maffioletti e Sheila C. N. Cerezetti, logo depois dos ativos, a informação pode ser considerada o bem de maior valor em situações de crise empresarial[489].

[489] MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano; CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Transparência e divulgação de informações nos casos de recuperação judicial de empresas, in: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (Orgs.). **Direito recuperacional II: aspectos teóricos e práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 79.

Como já analisado, a LRE outorgou aos credores uma importante função decisória acerca do futuro da empresa em recuperação judicial. São eles, reunidos em assembleia geral de credores, que decidirão se a empresa manterá suas atividades, mediante a aprovação do plano proposto, ou se, ao contrário, o caminho a ser seguido será a falência, com a consequente liquidação dos ativos.

Nesse contexto, o acesso a informações adequadas quanto à real situação econômica e financeira da empresa em crise é essencial para que os agentes envolvidos possam tomar as decisões mais adequadas, sopesando os riscos e benefícios da continuação ou encerramento da atividade empresarial. Ainda, o fornecimento de informações funciona como mecanismo de proteção contra abusos e condutas ilegais por aqueles sobre os quais recai o dever de informar[490].

Porém, a assimetria informacional existente entre, de um lado, a empresa devedora, seus sócios controladores e administradores e, de outro, a generalidade dos credores, dificulta o acesso a informações pelos credores para a tomada da decisão mais adequada.

Sobre a assimetria informacional no Brasil, Calixto Salomão Filho afirma que a diferença de informações entre os *insiders* da empresa (controladores e administradores) e os *outsiders* (minoritários e investidores) é imensa[491]. De acordo com o autor, em países como o Brasil, o poder do controlador sobre a assembleia geral e sobre os órgãos da administração é tal que uma simples ideia que tenha, mesmo antes de apresentá-la aos órgãos responsáveis por sua aprovação, já é uma informação privilegiada[492].

Buscando diminuir a assimetria informacional existente, a LRE traz regras adicionais de divulgação de informações em processos de recuperação judicial. A lei prevê, nesse sentido, que o pedido de recuperação judicial deverá ser instruído com documentos financeiros, relação de empregados, de credores e de ações judiciais das quais a sociedade devedora é parte, discriminando a estimativa dos valores demandados (artigo 51, incisos II, III, IV e IX da LRE).

---

[490] Ibid., p. 81.
[491] SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 66.
[492] Ibid., p. 65.

Além disso, o artigo 53 prevê que o plano de recuperação judicial deverá ser acompanhado pela demonstração de sua viabilidade econômica, além de laudo econômico-financeiro e de avaliação dos ativos, subscritos por profissional habilitado ou empresa especializada. A lei ainda confere poderes de fiscalização ao administrador judicial, que é responsável pela elaboração de relatórios mensais sobre a atividade do devedor, além de atribuir-lhe o dever de exigir informações de todas as partes do processo e fornecê-las aos credores interessados[493].

Não obstante a existência das regras adicionais de divulgação de informações, a assimetria informacional ainda é um fator que limita a organização e o ativismo dos credores nos processos de recuperação brasileiros. Alguns fatores podem ser mencionados. Primeiramente, os altos custos incorridos na ampla divulgação de informações de qualidade pelo devedor é uma importante limitação, especialmente considerando a situação de crise financeira em que se encontra. Em segundo lugar, apesar de o artigo 51 conter um amplo rol de documentos a ser disponibilizados pelo devedor, não há o requisito de uma avaliação da qualidade e quantidade da informação pelo poder judiciário, o qual se limita a deferir o processamento da recuperação judicial mediante a entrega dos documentos. Ainda, a lei não prevê a possibilidade de pedidos de informação formulados diretamente por credores, tendo tal competência sido atribuída apenas ao administrador judicial e ao comitê de credores (órgão que, como será analisado no item 5.3, é raramente constituído).

O acesso amplo a informações transparentes e claras é essencial para que o credor possa atuar ativamente no processo de recuperação. O credor depende do conhecimento de detalhes essenciais e estratégicos de funcionamento do negócio do devedor para que possa questionar o plano apresentado pelo devedor, propor modificações adequadas ou elaborar um plano alternativo. É nesse sentido que Emanuelle U. Maffioletti e Sheila C. N. Cerezetti concluem que o dever de transparência aplicado aos casos de crise empresarial está intimamente relacionado ao estímulo da participação de qualidade dos credores na definição do destino do devedor, favorecida pela criação de ambiente de cooperação entre as partes[494].

---

[493] Cf. dispõe o art. 22 e incisos, da LRE.
[494] MAFFIOLETTI; CEREZETTI, op. cit., p. 100.

Nesse sentido também se posiciona Fábio Ulhoa Coelho, que entende que os credores têm seus próprios problemas e tendem a não se preocupar com a recuperação do devedor e que, ainda que tivessem interesse em participar, não teriam suporte concreto para elaborar um plano alternativo ou para avaliar a consistência do plano do devedor, levando à aprovação de planos vazios de conteúdo[495].

5.2. SUBDESENVOLVIMENTO DO MERCADO SECUNDÁRIO PARA *DISTRESSED DEBT* NO BRASIL

O subdesenvolvimento do mercado secundário para *distressed debt* no Brasil, isto é, do mercado de compra e venda de créditos contra empresas em crise, é também um grande fator limitador de um efetivo exercício de controle por credores nos processos de insolvência brasileiros.

Como analisado no item 4.2, nos Estados Unidos verifica-se uma atuação frequente de investidores especializados na aquisição de créditos contra empresas em situação de crise (*distresed debt*) no mercado secundário com desconto no valor de face, refletindo o risco associado com aquele determinado investimento, concentrando créditos em valor suficiente para influenciar o processo de reestruturação e a gestão da empresa devedora[496].

O objetivo do exercício desse controle é a criação (ou ampliação) de valor na empresa investida por meio de sua reestruturação. É justamente esse valor adicional que permite ao investidor a obtenção de lucro no investimento realizado[497].

No Brasil, a compra e venda de créditos no mercado secundário enfrenta limitações decorrentes de barreiras legais, regulatórias e culturais que inibem o desenvolvimento amplo de um mercado secundário para *distressed debt*. Segundo um estudo publicado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as três causas mais frequentemente citadas para a baixa demanda no mercado secundário brasileiro de títulos privados são: *(i)* a competição

---

[495] COELHO, Fábio Ulhoa, **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 8.ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 235-236.
[496] GILSON, **Creating Value**…, op. cit., p. 17.
[497] HARNER, op. cit., p. 717.

com títulos públicos, que atuam como enxugadores de liquidez; *(ii)* a dificuldade de padronização dos contratos, que torna o processo decisório de investimento mais custoso, afastando o investidor estrangeiro e dificultando a precificação dos ativos; e *(iii)* a eventual deficiência na precificação dos ativos pelo mercado, o que também encarece o processo decisório[498].

A falta de liquidez dos ativos em circulação é apontada como um dos principais fatores para a dificuldade de precificação dos títulos e para o desenvolvimento do próprio mercado secundário[499]. O atingimento de um nível de liquidez adequado é apontado como fator fundamental para que grandes e pequenos investidores possam obter informações necessárias para sua tomada de decisão, bem como negociar a compra e venda de ativos sem maiores dificuldades para sair do investimento[500].

A padronização das cláusulas contratuais, por sua vez, permite a comparabilidade e intercambialidade das obrigações, condição fundamental para o desenvolvimento de um mercado secundário ativo[501]. A ausência de padronização dos instrumentos de dívida, somada à assimetria informacional mencionada no item 5.1, contribuem para a dificuldade na precificação do crédito, aumentando consideravelmente o custo e tempo envolvidos na análise do risco da operação. Um estudo realizado pela CVM aponta como vantagens na padronização das cláusulas contratuais: *(i)* aceleração no processo de análise; *(ii)* redução de custos com advogados; *(iii)* minimização do risco regulatório; e *(iv)* facilitação da comparação com outros títulos, mitigando o custo informacional do investidor[502].

A ausência de instituições de apoio, como empresas classificadoras de risco (agências de *rating*), também é apontada como fator inibidor do desenvolvimento do mercado secundário. Tais agências são responsáveis por avaliar os títulos financeiros,

---

[498] Comissão de Valores Mobiliários. O mercado de dívida corporativa no Brasil: uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento, 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cvm_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 30 out. 2019.
[499] Ibid., p. 92.
[500] Ibid., p. 97.
[501] LEGATTI, Guilherme Martins, **O mercado de créditos *distress* e o FIDC-NP: evolução, potencial e ineficiências**. Monografia de final de curso, PUC-RJ, Rio de Janeiro, 2010, p. 7.
[502] Comissão de Valores Mobiliários, op. cit., p. 94.

informando ao público as vantagens e os riscos envolvidos nos diferentes contratos, por meio do sistema de notas[503].

No que se refere especificamente ao desenvolvimento do mercado secundário para *distressed debt*, apontam-se dois obstáculos adicionais: *(i)* os critérios de classificação das operações de crédito e a constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa do Banco Central do Brasil; e *(ii)* a ausência de previsibilidade e segurança jurídica nas decisões proferidas no âmbito de processos de insolvência.

Quanto ao primeiro ponto, a Resolução nº 2.682/99 do Conselho Monetário Nacional (CMN) dispõe que as instituições financeiras e as demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central devem classificar suas operações de crédito em ordem crescente de risco, do nível AA ao H. Todas as operações em atraso superior a 180 dias devem ser classificadas com nível H, impondo-se a constituição de provisão para fazer face aos créditos de liquidação duvidosa em valor equivalente a 100% do valor das operações classificadas com o risco de nível H[504].

Considerando-se a imposição do *stay period* de 180 dias quando do ajuizamento do processo de recuperação judicial, créditos contra empresas nessa situação tendem a ser automaticamente classificados como de risco de nível H, demandando o provisionamento de 100% do valor do crédito. Esse fator diminui a atratividade do investimento, representando uma importante limitação ao desenvolvimento de um mercado secundário para *distressed debt* no Brasil.

Um segundo fator a ser considerado é a imprevisibilidade e insegurança jurídica conferida pelo sistema jurídico brasileiro. Luiz Fernando V. de Paiva afirma que um investidor, em qualquer lugar do mundo, busca previsibilidade e transparência. Assim, ao analisar oportunidades de investimento e o comportamento de devedores e do Judiciário em casos análogos, o investidor opta por investir em países que ofereçam maior segurança jurídica[505].

---

[503] LEGATTI, op. cit., p. 7.
[504] Cf. dispõe o art. 6º, VIII, da Resolução nº 2.682/99.
[505] PAIVA, Dez anos de vigência…, op. cit., p. 257.

Nesse sentido, a aplicação da lei de forma rápida, previsível e consistente em casos análogos é fundamental para se garantir a segurança jurídica necessária para que o investidor – nacional ou estrangeiro – decida investir na aquisição de *distressed debt* no Brasil. Um dos fatores relacionados à inconsistência nas decisões judiciais proferidas pelas diferentes varas e tribunais brasileiros é a ausência, com raras exceções, de juízos especializados em matéria falimentar[506]. Assim, uma das soluções que se propõe é justamente a criação de varas ou câmaras especializadas, de forma a trazer maior previsibilidade às decisões judiciais, possibilitando que o investidor dimensione melhor os riscos envolvidos na relação jurídica que se iniciará a partir da aquisição do crédito[507].

5.3. SUBUTILIZAÇÃO DO COMITÊ DE CREDORES

Como constatado por Lorenzo Stanghellini, os credores não são, via de regra, um grupo preventivamente organizado[508]. Diferentemente do que ocorre com os sócios de uma sociedade empresária, os credores não são membros de uma associação pré-constituída com normas que regulam seu funcionamento e a resolução de disputas em caso de conflitos[509].

Além disso, dentro do grupo de credores podem coexistir interesses conflitantes. Enquanto um credor titular de garantia real sobre um ativo cujo valor de liquidação é suficiente para satisfação integral de seu crédito terá interesse na liquidação célere desse ativo, sendo indiferente quanto à sorte do resto do patrimônio da empresa, um credor quirografário, caso veja a possibilidade de geração de valor futuro pela empresa em funcionamento, será favorável à sua manutenção, enxergando na recuperação da empresa e na expectativa de geração de *going concern value* a possibilidade de obter algum pagamento por seu crédito[510].

---

[506] Ibid.
[507] Ibid.
[508] STANGHELLINI, Lorenzo, **Le crisi di impresa fra diritto ed economia – Le procedure di insolvenza**. Bologna: Società Editrice il Mulino, 2007, p. 87.
[509] Ibid.
[510] Ibid., p. 53.

As legislações concursais intervêm para viabilizar a organização dos credores em torno de objetivos comuns. Nesse sentido, a lei divide os credores em diferentes classes, criando entre eles uma comunhão de interesses, além de prever a constituição de um órgão responsável por centralizar os interesses dos credores: o comitê de credores.

Conforme constatado no item 3.1.1.4.2, o comitê de credores é pouco utilizado em processos de recuperação judicial no Brasil. Dentre os motivos para sua subutilização, ressaltamos: *(i)* a limitação de sua atuação, principalmente em razão da impossibilidade de negociação e apresentação de um plano de recuperação alternativo; *(ii)* a facultatividade de sua constituição; *(iii)* a ausência de remuneração aos seus membros; *(iv)* a imputação de responsabilidade por prejuízos causados; *(v)* a incoerência em sua composição, em razão de agrupar os credores de forma distinta daquela prevista no artigo 41, no que se refere à participação em assembleia de credores; e *(vi)* a ausência de critério da relevância econômica para sua composição, de modo que um credor titular de crédito significativo poderá preferir constituir um comitê informal com outros credores de relevância econômica semelhante, capazes de ditar os rumos do plano e da assembleia de credores, em vez de seu reunir com credores menores e com interesses distintos, tais como aqueles pertencentes à classe trabalhista e de empresas de pequeno porte.

Nos Estados Unidos, o comitê de credores exerce um papel bem mais relevante. Isso se dá principalmente em razão da compulsoriedade da constituição do *unsecured creditors' committee* (comitê de credores quirografários), composto pelos sete maiores credores quirografários do devedor[511], titulares de interesses semelhantes e com grande relevância econômica, e das atribuições a ele conferidas. Outros comitês podem ser constituídos pelo *trustee* ou mediante requerimento dos interessados, para representação de interesses de outros grupos de credores ou acionistas[512].

O §1103(c) do *U.S. Bankruptcy Code* prevê como principais atribuições do comitê de credores *(i)* consultar o *trustee* ou o *debtor in possession* sobre a administração do caso; *(ii)* investigar os atos, condutas, ativos, passivos e condição financeira do devedor, a operação dos negócios e a conveniência de sua continuidade, bem como quaisquer outros

[511] Cf. dispõe o § 1102(b)(1) do *U.S. Bankruptcy Code*.
[512] Conforme dispõe o § 1102(a)(1)(2) do *U.S. Bankruptcy Code*.

assuntos relevantes para o caso ou para a elaboração do plano; *(iii)* participar na elaboração do plano, assessorar os credores representados pelo comitê quanto aos termos do plano proposto e coletar seus votos quanto à aprovação ou rejeição do plano; *(iv)* requerer a nomeação de um *trustee* ou *examiner*; e *(v)* executar outros serviços que sejam de interesse de seus representados.

A doutrina norte-americana ressalta o papel exercido pelo *unsecured creditors' committee* nos processos regulados pelo *Chapter 11* como órgão centralizador dos interesses dos credores quirografários e como contraponto à atuação do devedor, operando ativamente na propositura de planos alternativos[513].

A maior utilização do comitê de credores no Brasil seria uma medida salutar para o desenvolvimento de um ambiente negocial entre devedor e as diferentes classes de credores, possibilitando uma participação mais ativa destes últimos na elaboração e negociação do plano juntamente com o devedor. Ocorre que, enquanto não houver alteração legislativa que torne a constituição do comitê de credores uma medida mais atrativa, dificilmente haverá uma maior utilização desse órgão nos processos de recuperação brasileiros.

Ainda, a ausência de previsão legal no ordenamento brasileiro quanto à possibilidade de elaboração e imposição de um plano de recuperação pelos credores desestimula a organização destes com o objetivo de despender esforços na construção de uma solução para a crise, visto que qualquer proposta de alteração do plano apresentado pelo devedor deverá contar com a expressa aprovação deste. Assim, uma reforma legislativa que, além de solucionar as questões indicadas, inclua o comitê de credores entre os legitimados para

[513] Nesse sentido, Michelle Harner e Jamie Marincic afirmam que "[*t*]*he members of a creditors' committee can wield significant influence in a Chapter 11 case. They obtain access to the debtor's confidential and proprietary information; they are involved in negotiations regarding the debtor's reorganization; and their support generally is necessary for the debtor's successfil reorganization. Both the bankruptcy court and other general unsecured creditors rely on the committee and will, varying degrees, defer to the committee's assessment*". Contudo, os autores, por meio dos resultados de pesquisa empírica por eles conduzida, apontam o risco de que a influência obtida pelo comitê seja utilizada não em benefício de todos os credores quirografários, mas para obtenção de vantagens próprias aos membros do comitê (HARNER, Michelle M.; MARINCIC, Jamie, Committee Capture? An Empirical Analysis of the Role of Creditors' Committees in Business Reorganization. **Forthcoming Vanderbilt Law Review**, v. 64, 2011, p. 13).

a propositura do plano de recuperação, provavelmente teria como consequência um considerável aumento na utilização desse órgão.

5.4. AUSÊNCIA DE PREVISÃO LEGAL PARA A PROPOSITURA DE PLANO POR CREDORES SEM A CONCORDÂNCIA DO DEVEDOR

Conforme analisado no item 4.3.2, uma das maiores limitações presentes na legislação brasileira para o exercício de um efetivo *creditor control* no Brasil é a ausência de previsão legal que permita a propositura de um plano de recuperação alternativo pelos credores que não conte com a expressa anuência do devedor. Assim, uma vez rejeitado o plano, e não sendo possível sua homologação por *cram down*, a única alternativa é a falência do devedor.

A ausência de previsão de plano de credores no ordenamento jurídico brasileiro é alvo de críticas pela doutrina[514]. Outros ordenamentos jurídicos possuem soluções distintas, ampliando o rol de legitimados à propositura de um plano de soerguimento. Analisaremos a seguir algumas dessas soluções, de forma a trazer contribuições ao desenvolvimento da matéria no direito brasileiro.

Interessante para o presente estudo é a observação feita por Sheila N. Cerezetti acerca da evolução legislativa da matéria nos Estados Unidos[515]. O *Chapter XI* do *Bankruptcy Code Act*, revogado pelo atual *Bankruptcy Code*, dispunha de forma parecida à que se encontra na atual lei brasileira, ou seja, se por um lado o devedor era o único legitimado a propor o plano, por outro, os credores poderiam rejeitar a proposta e acarretar uma possível liquidação dos ativos, mas não poderiam aprovar um plano sem o consentimento do devedor. Esse quadro forçava os credores a aceitar a oferta do devedor ou a suportar as perdas decorrentes da realização dos ativos sem a manutenção do *going concern value* da empresa.

---

[514] Sobre o tema, ver item 3.1.1.2 a respeito da legitimidade exclusiva do devedor para propositura do plano e críticas doutrinárias.
[515] CEREZETTI, **A recuperação judicial**…, op. cit., p. 269.

Já o *Chapter X* do *Bankruptcy Act* concedia a todas as partes interessadas o direito de submeter um plano à apreciação geral. Contudo, no processo regulado pelo *Chapter X*, os administradores eram automaticamente destituídos e substituídos por um *trustee*[516]. Em face das duas soluções precárias, o legislador do atual *Bankruptcy Code* escolheu uma via intermediária, atribuindo ao devedor o direito de exclusividade para apresentar o plano por determinado período, ultrapassado o qual se abre a oportunidade para outros interessados (*trustee*, comitê de credores, qualquer outro credor ou acionista) apresentarem planos concorrentes.

É importante ressaltar que, nos termos do atual *Bankruptcy Code*, os sócios do devedor compõem uma das classes de credores que deve aprovar o plano de reorganização[517]. Caso não concordem com seus termos, podem objetar o plano proposto[518], de modo que, mesmo na hipótese de proposição de plano pelos credores, os sócios do devedor devem concordar com o plano proposto para que a proposta reste aprovada.

Não obstante, o ordenamento jurídico norte-americano prevê a possibilidade de superação do veto de uma classe de credores por meio da aplicação das disposições relativas ao *cram down* previstas no *Bankruptcy Code*. Assim, o plano será confirmado pela corte norte-americana se for *fair and equitable* e se não prever *unfair discrimination* entre os credores pertencentes a cada uma das classes afetadas pelo plano[519]. No que se refere à classe de titulares de capital social, um plano é considerado *fair and equitable* desde que: *(i)* preveja que cada um dos sócios receba valor equivalente ou superior ao valor que receberia no caso de liquidação da sociedade; e *(ii)* nenhum credor subordinado receba qualquer valor em decorrência do plano (*absolute priority rule*)[520].

Considerando as regras previstas para a confirmação do plano de reorganização por *cram down*, a objeção dos sócios ao plano proposto por credores apenas surtiria efeitos no caso de a empresa ser solvente, ou seja, possuir um *equity value* positivo. Na situação de

---

[516] Sobre as diferenças entre o *Chapter XI* e *Chapter X* do revogado *Bankruptct Act*, ver item 4.1.
[517] Cf. dispõe o §1126(a) do *U.S. Bankruptcy Code.*
[518] Cf. dispõe o §1128(b) do *U.S. Bankruptcy Code.*
[519] Cf. dispõe a §1129(b)(1) do *U.S. Bankruptcy Code.*
[520] Cf. dispõe a §1129(b)(2)(C) do *U.S. Bankruptcy Code*.

insolvência, que é a regra nos processos de reorganização no âmbito do *Chapter 11*, a rejeição do plano pelos acionistas não impediria a confirmação dele pela corte norte-americana[521].

A *Ley Concursal 22/2003* da Espanha também permite que, além do devedor, credores que, individual ou conjuntamente, sejam titulares de mais de um quinto dos créditos constantes da lista definitiva de credores apresentem em juízo proposta de *convenio* (artigo 113 da *Ley Concursal*), porém sem prever um período de exclusividade ao devedor. Contudo, no momento da deliberação, o artigo 121 da referida lei confere prioridade à proposta apresentada pelo devedor, que será colocada à votação antes das demais e, uma vez aprovada, dispensa a votação das demais propostas apresentadas pelos credores.

Se, de um lado, a possibilidade de outros interessados na empresa em crise apresentarem planos alternativos é importante para se evitar a liquidação de empresas economicamente viáveis cujos controladores e administradores se recusem a negociar uma proposta equilibrada e factível de reestruturação da dívida com os credores, de outro há uma preocupação com a possibilidade de imposição de um plano de recuperação que preveja a manutenção da condução da empresa nas mãos dos atuais controladores e administradores sem seu consentimento.

Essa preocupação decorre do fato de ser questionável a imposição de uma solução de acordo ao devedor (e seus órgãos societários) na qual ele permaneça administrando, com restrições, sua empresa e deva cumprir um plano imposto e elaborado por terceiros[522]. Além disso, o plano proposto por credores pode imputar novas obrigações à empresa e aos seus sócios, não previstas em lei ou em contratos anteriormente celebrados, trazendo novas responsabilidades com as quais os sócios e administradores não concordaram previamente.

A questão é complexa, sobretudo considerando a realidade brasileira, em que predominam sociedades empresárias com alta concentração acionária e seus sócios

---

[521] KELCH, op. cit., p. 275.
[522] Nesse sentido, RIVERA, Julio César; ROITMAN, Horacio; VÍTOLO, Daniel R., **Ley de Concursos y Quiebras**. 3.ed. Santa Fé: Rubinzal Culzoni Editores, 2005, p. 233-235.

controladores e administradores são frequentemente responsabilizados pelo pagamento de dívidas (sobretudo trabalhistas e fiscais) da empresa por eles controlada ou gerida[523]. Assim, não seria razoável imputar responsabilidade aos sócios e administradores por obrigações resultantes do plano de recuperação com o qual não concordaram.

No direito estrangeiro é possível identificar algumas soluções para essa questão. Uma delas é a prevista na lei concursal argentina (*Ley de Concursos y Quiebras* n. 24.522, de 20 de julho de 1995). No sistema argentino, o devedor possui um período de exclusividade de noventa dias, prorrogáveis por mais trinta, para formular uma proposta de *acuerdo preventivo* e obter a aprovação da maioria dos credores prevista em lei[524]. Uma vez esgotado o período de exclusividade, caso o devedor não tenha obtido a aprovação de sua proposta, não será decretada a quebra se, no prazo de cinco dias, qualquer credor, cooperativa de trabalho da empresa ou terceiros interessados manifestar seu interesse na aquisição das quotas ou ações representativas do capital social da sociedade empresária *concursada* para apresentação de um plano concorrente[525].

Na hipótese de haver interessados na aquisição da participação societária, o juiz ordenará a avaliação das quotas ou ações por pessoa por ele indicada, com o objetivo de se apurar seu real valor de mercado, no prazo de trinta dias[526]. Na sequência, haverá um prazo de vinte dias para que o interessado obtenha as aprovações dos credores ao plano por ele proposto. Durante esse mesmo período, o devedor pode continuar a negociar seu plano com os credores, a fim de obter a aprovação de seu plano ou de um novo plano por ele sugerido. O primeiro que conseguir obter o consentimento da maioria de credores necessária à aprovação do plano terá seu plano homologado pelo juiz[527].

No caso de a proposta vencedora ser a formulada por um credor ou terceiro, opera-se a transferência das quotas ou ações de titularidade dos sócios ao proponente, que deverá realizar o pagamento pela participação societária conforme valor fixado na avaliação judicial, caso referida participação possua valor positivo. Se o valor de avaliação for

---

[523] Sobre o tema, ver item 5.7.1.
[524] Cf. dispõe o art. 43 da *Ley de Concursos y Quiebras.*
[525] Cf. dispõe o art. 48, 1, da *Ley de Concursos y Quiebras*.
[526] Cf. dispõe o art. 48, 3, da *Ley de Concursos y Quiebras*.
[527] Cf. dispõe o art. 48, 4, 5 e 6 da *Ley de Concursos y Quiebras*.

negativo, o credor ou o terceiro (conforme o caso) obtém o direito de transferência automática das quotas ou ações a partir da homologação judicial do *acuerdo preventivo*[528].

Assim, constata-se que o ordenamento argentino prevê duas possíveis soluções para o soerguimento da empresa *concursada*: ou o devedor obtém a aprovação de um plano junto à maioria de seus credores que preveja sua manutenção na condução dos negócios, ou opera-se a transferência forçada da participação detida pelos sócios aos credores ou terceiros que obtiverem a aprovação de um plano alternativo. Não se vislumbra, portanto, no direito argentino, a possibilidade de se impor um plano alternativo a ser cumprido pelos sócios e administradores da sociedade empresária sem seu consentimento.

Julio C. Rivera, ao comentar o instituto em questão, afirma que a solução é uma inclusão feliz no ordenamento argentino, e serviu para se evitar a quebra de empresas de certa envergadura, permitindo o balanceamento do poder de negociação entre o devedor e seus credores. Assim, o autor constata que:

> *proteger el deudor a expensas de sus acreedores, no dar posibilidad de que un tercero pueda hacerse cargo de la unidad productiva (a quienes sí apoyarían) o la transferencia del control y del management a quien tenga experiencia, significa desneutralizar el sistema concursal que debe equilibrar distintos valores: (i) la protección del crédito; (ii) la protección del deudor; (iii) la conservación de la empresa*[529].

No ordenamento português, apesar do amplo rol de legitimados para a propositura de plano de insolvência[530], o artigo 202, 1 do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (C.I.R.E.) requer que, se o plano previr a continuidade da exploração da empresa pelo devedor, deverá ser acompanhado por uma declaração do devedor atestando sua disponibilidade para tanto. No caso de sociedades comerciais, a declaração deverá ser feita pelos sócios que mantenham essa qualidade e respondam solidariamente por suas dívidas.

---

[528] Cf. dispõe o art. 48, 7 da *Ley de Concursos y Quiebras*.

[529] RIVERA, Julio César, **Instituciones de Derecho Concursal**. 2.ed. Buenos Aires: Rubinzal Culzoni Editores, 2003, p. 455-457.

[530] Nos termos do artigo 193 do C.I.R.E., podem apresentar proposta de plano de insolvência o administrador da insolvência, o devedor, qualquer pessoa que responda legalmente pelas dívidas da insolvência e qualquer credor ou grupo de credores cujos créditos representem pelo menos um quinto do total dos créditos não subordinados reconhecidos na sentença de verificação e graduação de créditos.

Ainda, se o devedor for sociedade comercial, o plano de insolvência pode ser condicionado à adoção e à execução, pelos órgãos societários competentes, de medidas que não consubstanciem meros atos de disposição do patrimônio societário. Assim, nos termos do artigo 198, 5, do C.I.R.E., as medidas previstas nas alíneas "c" a "e" do nº 2 (alteração dos estatutos sociais, transformação da sociedade e alteração de seus órgãos sociais) somente serão admitidas caso: *(i)* o capital social tenha sido reduzido a zero ou todos os sócios tenham sido excluídos da sociedade; ou *(ii)* do plano de insolvência faça parte um aumento de capital da sociedade destinado, em todo ou em parte, a não sócios, que as medidas pudessem ser legalmente tomadas pela assembleia geral e que, para o conjunto dos credores e terceiros que participam no aumento, resulte a maioria legal ou estatutariamente estabelecida.

A implementação das medidas que implicam a saída compulsória dos sócios da sociedade – redução do capital a zero (para cobertura dos prejuízos) ou a exclusão de todos os sócios da sociedade – pressupõe o pagamento aos sócios excluídos da contrapartida adequada (artigo 198, 6, do C.I.R.E.). Ainda, a aprovação do aumento de capital sem concessão de preferência aos sócios pressupõe que: *(i)* o capital da sociedade seja previamente reduzido a zero; ou *(ii)* a medida não acarrete desvalorização das participações que os sócios conservem (artigo 198, 4, do C.I.R.E.).

Assim, verifica-se que, no ordenamento português, apesar da possibilidade de propositura de plano de insolvência por credor ou grupo de credores titulares de pelo menos um quinto dos créditos não subordinados, a imposição desse plano ao devedor que continue a exploração de sua atividade é condicionada à anuência deste para tanto. Mesmo nas sociedades comerciais em que os sócios não respondam solidariamente pelas dívidas, alterações substanciais na empresa, como alteração do estatuto, transformação do tipo societário e alteração dos órgãos sociais devem contar com a aprovação da assembleia geral de sócios, conforme sua composição depois da implementação do aumento de capital previsto no plano.

A análise da matéria atinente à propositura de planos alternativos nos ordenamentos jurídicos supramencionados indica que a imposição de um plano alternativo a ser cumprido pela própria sociedade devedora, por meio de seus órgãos societários preexistentes, requer

sua anuência para tanto ou que a medida não implique perda ou redução de seus direitos de sócio. Caso contrário, deve-se operar a transferência compulsória da participação societária ao credor ou terceiros, mediante pagamento da contraprestação devida.

Esta nos parece a solução mais adequada para a matéria, caso se pretenda inseri-la no ordenamento jurídico brasileiro. Se, de um lado, permite um maior equilíbrio nas negociações entre devedor e credores de uma solução para a crise empresarial, de outro não impõe riscos e responsabilidades adicionais aos sócios e administradores do devedor com as quais não tenham concordado e que poderiam resultar em danos e prejuízos em razão da eventual impossibilidade superveniente de cumprimento do plano imposto à sociedade devedora sem o consentimento de quem a conduz.

Assim, parece-nos salutar ao desenvolvimento do direito das empresas em crise brasileiro a previsão de apresentação de plano alternativo por credores, mas essa inclusão deve levar em consideração as peculiaridades da legislação e da estrutura de capital e de controle da maior parte das empresas brasileiras, que, como vimos, é caracterizada pela concentração de poderes nas mãos do sócio controlador. Para se evitar a imposição de responsabilidades adicionais com as quais o sócio controlador não tenha concordado, caso os credores entendam que o plano proposto pela devedora e, indiretamente, por seu controlador, não preveja os meios mais adequados para se obter a reestruturação da empresa, os credores deveriam poder propor um plano alternativo. Caso este não obtenha a anuência da sociedade devedora (por meio da aprovação de seus órgãos societários), a nosso ver, o plano deveria necessariamente prever a transferência da empresa aos credores ou a um terceiro, eliminando os sócios discordantes da estrutura de capital.

É importante ressaltar que a exclusão dos sócios da estrutura de capital nos casos em que a empresa possua *equity value* positivo, à luz do previsto nos ordenamentos jurídicos argentino e português analisados, deve pressupor o pagamento aos sócios da contrapartida adequada.

5.5. AUSÊNCIA DA *ABSOLUTE PRIORITY RULE* NO ORDENAMENTO BRASILEIRO

Outro fator que limita o exercício do *creditor control* no Brasil é a ausência de uma regra equivalente à *absolute priority rule* (ordem de prioridade absoluta) existente no direito norte-americano, isto é, a imposição legal de que a classe de credores hierarquicamente superior deva ser integralmente paga antes que a classe inferior receba qualquer pagamento. A adoção da *absolute priority rule* impõe que créditos e interesses detidos pelos sócios do devedor, considerados subordinados na estrutura de capital, apenas sejam pagos caso os créditos hierarquicamente superiores sejam integramente pagos.

Visto que nas situações de insolvência, que é a regra nos processos de reorganização no âmbito do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code*, a empresa não terá ativos suficientes para o pagamento integral dos credores hierarquicamente superiores, os sócios são drasticamente diluídos ou até mesmo eliminados da estrutura de capital depois da implementação da reorganização, sendo as quotas ou ações da empresa transferidas aos credores (geralmente aos quirografários) em pagamento de seus créditos[531].

No Brasil, a subordinação do pagamento dos créditos de titularidade dos sócios do devedor apenas se impõe nos processos de falência, nos termos do artigo 83, VIII, b) da LRE. Na recuperação judicial, o artigo 41 insere os créditos subordinados na mesma classe dos créditos quirografários e com privilégio geral (classe III) para fins de participação em assembleia geral de credores. Assim, não há disposição legal que impeça o pagamento dos créditos dos sócios nos mesmos termos e condições dos créditos quirografários e com privilégio geral[532].

A LRE também não proíbe a distribuição de dividendos aos sócios durante os processos de recuperação. A legislação societária, por sua vez, não possui regras claras

---

[531] Nesse sentido, Robert K. Rasmussen afirma que: "*lenders are given new interests in the reorganized company. In most cases where the debtor is not sold to a new owner, the standard result is that shares in the reorganized company are distributed to the prebankruptcy investors. They do not go to the old shareholders; instead, they go to the former debt holders* […] *The point is that Chapter 11 does not give control rights to creditors. Rather, it changes the creditors* (*or at least some of them*) *into shareholders*" (RASMUSSEN, op. cit., p. 1750).

[532] Apesar da inexistência de previsão legal nesse sentido, é comum que os credores demandem a inclusão e cláusulas nos planos de recuperação prevendo a subordinação dos créditos detidos pelos sócios ao pagamento integral dos credores. Além disso, verifica-se igualmente a inclusão de cláusulas que proíbam a distribuição de dividendos aos sócios até o pagamento integral dos credores. A título de exemplo, a cláusula 10.1 do plano de recuperação judicial do Grupo Oi prevê a restrição de pagamento de dividendos até o sexto ano depois da homologação do plano, podendo distribuir dividendos passado esse período somente se o quociente Dívida líquida/EBITDA for igual ou inferior a 2.

quanto à possibilidade de distribuição de dividendos na hipótese de não restar comprovada a existência de ativos suficientes para fazer frente à dívida social, o que é chamado de *solvency test* na doutrina norte-americana e europeia. É certo que o artigo 202, §4º da Lei das S.A. estabelece que a distribuição de dividendos não será obrigatória se os administradores informarem à assembleia geral ser ela "incompatível com a situação financeira da companhia". Contudo, essa regra não é suficiente para se evitar que os acionistas deliberem favoravelmente à distribuição de dividendos, seja em razão de a administração não informar à assembleia sobre a situação financeira da companhia, seja em razão da inexistência de mecanismos aptos para que os credores questionem a distribuição dos dividendos nessa hipótese[533].

Assim, a ausência da *absolute priority rule* no ordenamento brasileiro, somado ao fato de que o sócio controlador e os administradores por ele nomeados são mantidos na condução da empresa durante os processos de recuperação e responsáveis por elaborar e propor o plano de recuperação, cria mais incentivos para que o controlador relute em negociar uma solução para a crise que resulte na diminuição de seus direitos ou na transferência do controle sobre a empresa aos credores ou a terceiros.

5.6. EXCLUSÃO DOS "CREDORES PROPRIETÁRIOS" DOS PROCESSOS DE RECUPERAÇÃO

A LRE, em seu artigo 49, §3º, impõe a exclusão dos chamados "credores proprietários" dos processos de recuperação. Assim, credores titulares de garantias de alienação fiduciária e de cessão fiduciária[534] sobre ativos do devedor não se sujeitam aos

---

[533] Para maiores informações sobre a insuficiência das regras societárias existentes para proteção dos direitos dos credores na distribuição de dividendos, ver: MARQUES, Evy Cynthia, **A proteção aos credores na Lei n. 6.404/76: análise específica de alguns mecanismos**. Tese de Doutorado em Direito, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

[534] A exclusão de créditos garantidos por cessão fiduciária de direitos creditórios gerou discussões na doutrina e jurisprudência, tendo formado duas correntes de opinião: a maioria sustenta que a cessão de recebíveis não está sujeita aos processos concursais; a minoria afirma que excluí-los da recuperação e da falência importa em conceder privilégio aos bancos em detrimento dos interesses dos demais credores. (LOBO, Jorge. Comentário ao artigo 49 da Lei 11.101/2005, in: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Orgs.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 6.ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 203.) A discussão parece, contudo, ter sido pacificada pelo entendimento reiteradamente adotado pelo Superior Tribunal de Justiça pela não sujeição dos créditos garantidos por cessão fiduciária de direitos creditórios aos processos concursais, como se verifica do acórdão do recurso especial 1653976/RJ, julgado pela 4ª Turma em 8.5.2018, de relatoria do ministro Antônio Carlos Ferreira.

processos de insolvência no Brasil. Além disso, credores de adiantamentos de contratos de câmbio para exportação (ACCs) também não estão sujeitos ao procedimento, por força do disposto no artigo 49, §4º.

Noticia-se que a exclusão dos "credores proprietários" dos processos concursais ocorreu durante os trâmites legislativos do projeto que originou a LRE, em razão da preocupação demonstrada com a recuperação do capital financeiro, visto que a maior parte dos credores proprietários são justamente as instituições financeiras, argumentando-se pela necessidade de sopesamento entre a proteção ao direito de propriedade (fiduciária) e a efetiva recuperação das empresas em dificuldade[535].

Os defensores da exclusão dos créditos garantidos por propriedade fiduciária argumentam por sua necessidade para viabilizar a diminuição do *spread* bancário brasileiro, considerado um dos maiores do mundo, em razão do risco do crédito e da alta taxa de inadimplência, mesmo para os créditos que contam com garantias reais[536].

Ocorre que, em razão das vantagens auferidas pelo credor proprietário fiduciário, que poderá executar seu crédito contra a sociedade devedora sem se sujeitar ao concurso de credores e à reestruturação imposta pelo plano de recuperação, grande parte dos credores financeiros exige em garantia de seu crédito a constituição de alienação fiduciária sobre os ativos do devedor ou cessão fiduciária sobre seus recebíveis. Esse fato levou Manoel Justino Bezerra Filho a afirmar que a LRE deixou de ser conhecida como "lei de recuperação de empresas", passando a ser conhecida como "lei de recuperação do crédito bancário"[537].

Sem prejuízo do debate acerca da efetividade da recuperação da empresa em razão da exclusão dos créditos de titularidade dos "credores proprietários", o fato é que essa exclusão importa em desincentivos para que o credor despenda recursos para atuar de forma mais organizada e ativa na busca de soluções de reorganização que maximizem o

---

[535] DIAS, op. cit., p. 288.
[536] Federação Brasileira de Bancos (Febraban), Spread bancário no Brasil. GT de Reformas Microeconômicas da CAE/Senado, 2017.
[537] BEZERRA FILHO, Manoel Justino, **Lei de Recuperação de Empresas e Falência. Lei 11.101/2005 Comentada artigo por artigo**. 11.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 163.

valor da empresa, preferindo dedicar esforços na excussão do bem dado em garantia para promover a recuperação de seu crédito, fora dos processos de recuperação judicial e extrajudicial.

Esse fato resulta em um esvaziamento do concurso de credores, que passa a contar apenas com credores quirografários, pequenas empresas e credores trabalhistas que, em geral, são menos sofisticados e não tenderão a atuar de forma ativa na negociação de um plano de recuperação que lhes transfira prerrogativas de exercício de controle e fiscalização sobre a gestão da atividade do devedor por seu sócio controlador e administradores.

Exceções são os casos de empresas de maior porte que emitiram títulos de dívida no exterior, cujos titulares, conhecidos como *bondholders*, são credores quirografários ou titulares de garantia real, que, ao se sujeitarem aos processos de recuperação, tendem a atuar ativamente na busca de uma solução que maximize o valor da empresa. Exemplos dessa atuação são os casos das recuperações judiciais do Grupo Oi e do Grupo OGX, além da recuperação extrajudicial do Grupo Lupatech, mencionados no Capítulo 4, em que a atuação de credores *bondholders* resultou na aprovação de planos de recuperação prevendo a conversão de créditos em capital, com a consequente transferência do controle societário aos credores.

5.7. RESPONSABILIDADE PELO EXERCÍCIO DO CONTROLE

Outra grande limitação para a maior organização e ativismo de credores diz respeito ao risco de responsabilização pelas dívidas do devedor em razão do exercício de controle sobre a sociedade empresária insolvente. Esse risco pode existir tanto nas situações de exercício de controle interno quanto externo, conforme será analisado a seguir.

5.7.1. Responsabilidade pelo exercício do controle interno

Como analisado no Capítulo 4, uma das possíveis implicações da organização e do ativismo de credores nas situações de insolvência empresarial é a transferência do controle societário aos credores, resultante da conversão da dívida em participação societária na

empresa reestruturada. Nessa hipótese, os credores passam à posição jurídica de sócios da sociedade empresária, muitas vezes, inclusive, com a titularidade de ações em número suficiente para o exercício do controle interno. A obtenção do *status* de sócio controlador traz deveres e responsabilidades adicionais, sejam aquelas impostas pelos artigos 116 e 117 da Lei das S.A., sejam aquelas *externa corporis*, decorrentes da aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica, com a consequente responsabilização pelas dívidas sociais.

Como se sabe, a sociedade empresária possui personalidade jurídica autônoma daquela de seus sócios, uma vez que constitui uma entidade legal própria com direitos, obrigações e interesses distintos daqueles de seus sócios, ainda que submetida ao controle interno destes últimos[538].

Nas sociedades empresárias de responsabilidade limitada, os sócios não devem responder pelos fatos, ações, omissões, obrigações ou dívidas da sociedade, assim como a sociedade não responde por aquelas de seus sócios. Isso decorre da separação patrimonial existente entre eles, de forma que o patrimônio da sociedade empresária deve responder por suas próprias dívidas e obrigações. A responsabilidade dos sócios, nesse contexto, é limitada ao valor de suas quotas ou ações[539].

Exceção à regra geral da responsabilidade limitada diz respeito ao instituto da desconsideração da personalidade jurídica, nos casos em que se constatar o *abuso da personalidade jurídica*, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial. Nessas hipóteses, autoriza-se o afastamento temporário da personalidade jurídica para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de seus sócios ou administradores que tenham, direta ou indiretamente, se beneficiado do abuso praticado.

Com a redação conferida ao artigo 50 do Código Civil pela Lei nº 13.874/2019, foram incluídos os §§1º ao 5º ao artigo 50, trazendo parâmetros para aplicação da teoria da

---

[538] LOBO, Jorge, Extensão dos efeitos da falência por abuso de controle. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Orgs.), **Direito das empresas em crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 153-154.
[539] Cf. dispõe o art. 1.052 do Código Civil e art. 1º da Lei das S.A.

desconsideração da personalidade jurídica. Assim, o §1º especifica que *desvio de finalidade* deve ser entendido como "a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza", já o §2º esclarece que

> entende-se por confusão patrimonial a ausência de separação de fato entre os patrimônios, caracterizada por: I – cumprimento repetitivo pela sociedade de obrigações do sócio ou do administrador ou vice-versa; II – transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; e III – outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial.

O §4º da redação dada ao artigo 50 também esclarece que a mera existência de grupo econômico, sem a constatação do abuso da personalidade jurídica caracterizada pelo desvio de finalidade ou confusão patrimonial, não autoriza a desconsideração da personalidade jurídica, não bastando, portanto, a insuficiência patrimonial para sua desconsideração.

Assim, no âmbito das relações contratuais regidas pelo direito civil, o sócio que, utilizando-se de seu poder de controle, usar fraudulentamente a sociedade controlada para se abster ou praticar atos em prejuízo de terceiros, responde com seu patrimônio pessoal pelos danos causados[540].

Em outras áreas do direito, verifica-se uma utilização mais ampla da desconsideração da personalidade jurídica para responsabilizar os sócios ou empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico. No âmbito das relações de trabalho, empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico respondem solidariamente pelas obrigações decorrentes da relação de emprego, não sendo necessário demonstrar qualquer abuso de personalidade jurídica ou intenção de prejudicar terceiros. Assim, a mera insuficiência patrimonial possibilita a responsabilização de outras empresas integrantes do grupo econômico pelas dívidas trabalhistas do devedor[541].

---

[540] Nesse sentido, Jorge Lobo: "a teoria da desconsideração da personalidade jurídica da pessoa jurídica pode e deve ser aplicada pelo juiz, em caráter excepcional, em casos especialíssimos, sempre que o sócio ou acionista controlador, para subtrair-se a uma obrigação de fazer ou não fazer, inerente ou decorrente de uma relação contratual, usar, fraudulentamente, a sociedade controlada em prejuízo de terceiros" (LOBO, op. cit., p. 156).

[541] Cf. se extrai da leitura do artigo 2º, §§2º e 3º da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT): "Art. 2º [...] § 2º Sempre que uma ou mais empresas, tendo, embora, cada uma delas, personalidade jurídica própria, estiverem sob a direção, controle ou administração de outra, ou ainda quando, mesmo guardando cada uma sua autonomia, integrem grupo econômico, serão responsáveis solidariamente pelas obrigações decorrentes da relação de emprego. §3º Não caracteriza grupo econômico a mera identidade de sócios, sendo necessárias,

No âmbito do direito do consumidor e do direito ambiental, haverá a desconsideração da personalidade jurídica sempre que esta for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento dos prejuízos causados aos consumidores[542] ou ao meio ambiente[543], conforme o caso. O Código de Defesa do Consumidor também autoriza a desconsideração quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados pela má gestão[544].

No que se refere à responsabilidade por dívidas fiscais, o artigo 134 do Código Tributário Nacional (CTN) prevê, nos casos de impossibilidade de exigência do cumprimento da obrigação principal pelo devedor, a responsabilidade solidária dos sócios e administradores pelas ações e omissões em que incorrerem. Já o artigo 135 do CTN prevê a responsabilidade pessoal dos sócios ou administradores nos atos praticados com excesso de poderes ou infração à lei ou contrato social. Além das hipóteses previstas em lei, a jurisprudência admite o redirecionamento das execuções fiscais aos sócios no caso de dissolução irregular da empresa[545].

Não obstante a previsão legal, na prática é comum o redirecionamento das execuções fiscais aos administradores ou sócio-gerente ao se constatar a insuficiência do patrimônio empresarial para a satisfação da dívida fiscal, mesmo que não reste comprovada a conduta do sócio ou administrador em fraude ou infração legal[546]. Soma-se a isso o fato de que o crédito fiscal não se sujeita aos processos de recuperação regulados pela LRE, e os parcelamentos fiscais atualmente existentes são considerados insatisfatórios para equacionar o endividamento fiscal[547], de modo que o risco de responsabilização pelo

---

para a configuração do grupo, a demonstração do interesse integrado, a efetiva comunhão de interesses e a atuação conjunta das empresas dele integrantes".

[542] Cf. art. 28, §5º do Código de Defesa do Consumidor.

[543] Cf. art. 4º da Lei 9.605/1998.

[544] Cf. *caput* do art. 28 do Código de Defesa do Consumidor.

[545] Cf. Súmula 435 editada pelo Superior Tribunal de Justiça: "Presume-se dissolvida irregularmente a empresa que deixar de funcionar em seu domicílio fiscal, sem comunicação aos órgãos competentes, legitimando o redirecionamento da execução fiscal para o sócio-gerente" (Súmula 435, PRIMEIRA SEÇÃO, julgado em 14.4.2010, DJe 13.5.2010).

[546] HISSA, Miguel Rocha Nasser, As garantias constitucionais do devido processo legal ante o redirecionamento da execução fiscal ao administrador da empresa. In: **Anais do XIX Encontro Nacional do CONPEDI**, Fortaleza: [s.n.], 2010, p. 4247.

[547] Apesar de a Lei 13.043/2014 ter instituído o parcelamento das dívidas fiscais de devedores em recuperação judicial, as regras previstas são alvo de crítica pela doutrina, principalmente em razão de prever

passivo fiscal é um dos principais fatores de desincentivo para que credores e investidores se tornem sócios de sociedades em recuperação com alto endividamento fiscal.

Uma última observação quanto à responsabilidade dos sócios por dívidas da empresa refere-se ao risco de extensão dos efeitos da falência, na hipótese de se operar a superveniente convolação da recuperação judicial em falência. Apesar de não haver previsão legal para tanto, esta prática é constatada por meio de decisões proferidas pelo Superior Tribunal de Justiça que autorizam a decretação de falência de sócios de sociedades falidas com base nos requisitos previstos no artigo 50 do Código Civil (abuso de personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou confusão patrimonial).[548] Sobre o tema, Jorge Lobo observa que o direito brasileiro não recepcionou a possibilidade de extensão dos efeitos da falência da sociedade de responsabilidade limitada, estabelecendo apenas a apuração de responsabilidade patrimonial destes pelos prejuízos causados aos credores, nos termos do artigo 82 da LRE.[549]

Diante desta breve exposição, é possível constatar que *(i)* o regime brasileiro de responsabilização dos sócios de responsabilidade limitada impõe elevado risco de responsabilização por dívidas de natureza trabalhista, consumerista e ambiental da sociedade que apresenta insuficiência patrimonial, independentemente da prática de qualquer ato abusivo ou doloso por parte dos sócios e administradores; e *(ii)* os riscos relacionados à prática de redirecionamento de execuções fiscais e de extensão dos efeitos da falência traz grande insegurança jurídica quanto à possibilidade de responsabilização dos sócios em hipóteses não expressamente previstas em lei.

Tais constatações nos fazem concluir que o risco de responsabilização por dívidas da empresa causa grande desestímulo para que credores e investidores assumam o *status* de

---

o parcelamento exclusivamente de dívidas perante a Fazenda Nacional (deixando de fora as dívidas estaduais e municipais), além de os prazos e condições de adesão não serem adequados à situação de crise enfrentada pela empresa em recuperação judicial. Sobre o tema, ver TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, A apresentação de CND e o parcelamento de débitos fiscais. In: CEREZETTI, Sheila Christina Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Orgs.), **Dez anos da Lei n. 11.101/2005: fotografias de uma década da Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 438-450.

[548] Nesse sentido, Jorge Lobo aponta para um desvirtuamento da aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica pelas 3ª e 4ª Turmas do Superior Tribunal de Justiça, expressados no julgamento dos recursos de nºs REsp 228357-SP; ROMS 14168/SP e REsp 331921/SP. (LOBO, op. cit., p. 158-160).

[549] Ibid., p. 168-169.

sócio da sociedade em processo de recuperação, preferindo exercer controle de forma externa à estrutura societária.

É importante ainda ressaltar que o ordenamento jurídico brasileiro não permite a alienação da empresa em recuperação judicial livre de sucessão nas dívidas e obrigações do devedor. A ausência de sucessão (inclusive quanto às dívidas trabalhistas e fiscais) é prevista apenas para o caso de alienação de unidades produtivas isoladas, conforme previsto no artigo 60, parágrafo único, da LRE, ou no âmbito do processo falimentar (artigo 141, II, da LRE).

Assim, um investidor que tenha interesse na aquisição de determinado estabelecimento da sociedade (e não da integralidade da empresa) poderá se sentir mais estimulado a exercer influência sobre o devedor para implementar a alienação de uma unidade produtiva isolada composta pelo estabelecimento de seu interesse, a qual será realizada livre de sucessão nas dívidas do devedor, ao invés de se tornar sócio da empresa em recuperação judicial, com todos os riscos de responsabilização daí advindos.

5.7.2. Responsabilidade pelo exercício do controle externo

Conforme analisado no Capítulo 1, a lei societária brasileira não disciplina o exercício do controle externo, não prevendo, portanto, a aplicação do regime de deveres e responsabilidades previsto na Lei das S.A. ao controlador externo[550].

Outros ordenamentos possuem soluções diversas. É o caso, por exemplo, das legislações italiana e alemã, que definem o exercício de poder de controle não apenas na hipótese de participação majoritária no capital votante, mas também quando uma sociedade exerce sobre a outra, direta ou indiretamente, uma *influência dominante*, reconhecendo e disciplinando, portanto, o exercício do controle externo[551].

---

[550] Nesse sentido, Nelson Eizirk: "o 'controle externo', exercido mediante situações fáticas ou vínculos contratuais não previstos na Lei das S.A., não se caracteriza como controle acionário. Assim, de sua configuração não decorre qualquer consequência na esfera do direito societário, muito menos a responsabilidade pela eventual infração a qualquer das modalidades de abuso de poder previstas na Lei das S.A." (EIZIRIK, op. cit., p. 600).
[551] Sobre o tema, ver item 1.2.2.

Segundo Modesto Carvalhosa, em razão de a Lei das S.A. não ter previsto qualquer responsabilidade do controlador externo, caberá aos controladores internos, diretos ou indiretos, essa responsabilidade, quando se prestam a formalmente exprimir a vontade dos controladores externos[552].

Ricardo Macedo critica esse posicionamento. Segundo o autor, o reconhecimento da responsabilidade do controlador externo é fundamental para conferir efetividade ao sistema de balizamento estabelecido pela lei societária, sob pena de se direcionar uma norma de balizamento de conduta a quem de fato não a exerceu, balizando, inutilmente, o exercício de um controle interno vazio ao invés de ter disciplinado o uso abusivo de um controle *ab extra* efetivo[553].

Diante da ausência de regramento que permita a responsabilização do controlador externo pelos danos causados à sociedade pela via do direito societário brasileiro, sua responsabilidade é apurada segundo os princípios do direito das obrigações, ou seja, mediante a constatação de um comportamento abusivo ou violação das obrigações estabelecidas por via contratual[554].

Nos Estados Unidos, país em que, como vimos, há grande presença de *creditor control* nas situações de insolvência empresarial, vários autores apontam como um dos principais desincentivos para o exercício de influência externa direta por parte dos credores o risco de responsabilização por danos causados à sociedade ou aos demais credores (*lender liability*), além dos riscos de *equitable subordination* e responsabilização por *deepening insolvency*[555].

---

[552] CARVALHOSA, op. cit., p. 496.
[553] Op. cit., p. 160.
[554] Sobre o tema, Carlos Orcesi da Costa afirma que a responsabilidade do controlador externo "decorre igualmente de seu comportamento abusivo, ou socialmente nocivo, mas a partir de elementos de sua posição contratual, segundo os princípios do direito das obrigações". Assim, conclui o autor que os deveres e responsabilidades do sócio controlador previstos na Lei das S.A. não se aplicam ao controlador externo, podendo, no máximo, entender que tais dispositivos reforçam principiologicamente a possibilidade de responsabilização do controlador externo por perdas e danos, sob a regência da lei civil (COSTA, op. cit., p. 73-75).
[555] Nesse sentido: FISCHEL, Daniel R., The Economics of Lender Liability, **Yale Law Journal**, v. 99, 1989; KROSZNER, Randall S.; STRAHAN, Philip E., Bankers on boards: monitoring, conflicts of interest, and lender liability, **Journal of Financial Economics**, v. 62, 2001; CHAITMAN, Helen Davis, The Equitable Subordination of Bank Claims, **The Business Lawyer**, v. 39, 1984; BAIRD; RASMUSSEN, op. cit.

Daniel R. Fischel afirma que o judiciário norte-americano tem aplicado a teoria da *lender liability* para responsabilizar credores financeiros que tenham exercido ou ameaçado exercer suas prerrogativas contratuais para interferir diretamente na gestão da empresa ou que tenham se recusado a realizar desembolsos solicitados pela sociedade financiada, causando danos à sociedade ou aos demais credores[556]. Segundo o autor, nesses casos, o judiciário tem entendido que a conduta do credor viola o princípio da boa-fé que rege as relações contratuais. A correta definição dos parâmetros para aplicação da *lender liability*, contudo, ainda é matéria não pacificada e que causa insegurança jurídica no exercício de influência direta por parte dos credores[557].

Robert K. Rasmussen constata que, na maior parte dos casos, o judiciário norte-americano tem decidido que o credor não deverá ser responsabilizado nos casos em que atuar dentro dos limites estabelecidos contratualmente. Contudo, considerando a existência de casos em que houve imputação de responsabilidade (como o mencionado acima), é prática comum que assessores legais aconselhem credores a não assumir posições que os possam sujeitar ao risco de serem processados por *lender liability*[558].

Além do risco de *lender liability*, autores norte-americanos citam o risco de *equitable subordination* no âmbito dos processos regulados pelo *U.S. Bankruptcy Code*[559]. Nos termos do §510 (c) do *U.S. Bankruptcy Code*, os juízes podem impor a subordinação do pagamento do crédito de determinado credor que tenha se engajado em conduta imprópria que resultou na obtenção de uma vantagem indevida ou prejuízo dos demais credores[560]. Segundo Helen D. Chaitman, os juízes aplicam a *equitable subordination* em duas principais situações: *(i)* quando o credor tiver participado em alguma conduta fraudulenta; e *(ii)* nas hipóteses em que o credor tiver tomado o controle do devedor, assumindo os

---

[556] FISCHEL, op. cit., p. 140-141.
[557] Nesse sentido, Randall S. Kroszner e Philip E. Strahan: "*given the legal uncertainty, these doctrines could have a chilling effect on active bank involvement in the management of firms and the willingness of bankers to serve as corporate boards*" (KROSZNER; STRAHAN, p. 422.).
[558] RASMUSSEN, op. cit., p. 1773.
[559] Sobre o tema, Robert K. Rasmussen afirma que "*lender liability is not the only risk a lender who contracts directly for control could face. Looming perhaps even larger is the doctrine of equitable subordination. Under this line of cases, if a creditor exerts undue influence over the debtor, the court can lower the priority status of the creditor's claim should the borrower end up in a bankruptcy proceeding*" (Ibid.).
[560] CHAITMAN, op. cit., p. 1561.

deveres fiduciários de um acionista controlador, e os tenha violado, causando prejuízos aos demais credores[561].

Por fim, a recente teoria do *deepening insolvency* desenvolvida pelas cortes norte-americanas com o intuito de responsabilizar a administração pelo prolongamento artificial da vida da empresa insolvente, causando um aumento do endividamento e, consequentemente da exposição dos credores[562], tem sido aplicada também para responsabilizar credores que, no exercício do controle sobre a empresa devedora, tenham fraudulentamente impulsionado a continuidade dos negócios quando já estava insolvente, ao invés de iniciar prontamente um processo formal de insolvência[563].

Assim, os riscos de *lender liability*, *equitable subordination* e *deepening insolvency* são apontados por doutrinadores norte-americanos como fatores que desestimulam o exercício de controle externo por credores de forma mais ativa e que possam resultar em uma maior exposição de sua atuação.

Em pesquisa empírica conduzida por Randall S. Kroszner e Philip E. Strahan, constatou-se que os casos de nomeação de executivos por instituições financeiras para assumir cargos no conselho de administração de empresas em dificuldades financeiras nos Estados Unidos é muito inferior ao encontrado em países como Alemanha e Japão, em que os direitos dos credores são relativamente mais fortes[564]. Assim, os autores concluem que, apesar de essa nomeação ter o potencial de apresentar resultados positivos para o soerguimento da empresa decorrentes dos serviços de monitoramento e fiscalização prestados por tais executivos, a exposição que decorre da nomeação direta pode aumentar consideravelmente os riscos de responsabilização do credor decorrentes das teorias mencionadas anteriormente[565].

---

[561] Ibid., p. 1562.
[562] Sobre o desenvolvimento da teoria do *deepening insolvency*, ver: SCHILLIG, Michael, The Transition from Corporate Governance to Bankruptcy Governance – Convergence of German and US law?, **ECFR**, p. 116-157, 2010.
[563] BAIRD; RASMUSSEN, op. cit., p. 1236.
[564] KROSZNER; STRAHAN, op. cit., p. 416.
[565] Ibid., p. 422.

5.8. RISCO DE IMPEDIMENTO DE EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO EM ASSEMBLEIA GERAL DE CREDORES

O artigo 43 da LRE impede o exercício de direito de voto pelos sócios do devedor, bem como pelas sociedades coligadas, controladoras e controladas, ou as que tenham sócio com participação superior a 10% do capital social do devedor ou em que o devedor ou algum de seus sócios detenham participação superior a 10% do capital social.

Apesar de o controle externo não ter sido disciplinado pela legislação brasileira, há o risco de se entender que o credor, sem ser titular de qualquer participação societária, mas que exerça *controle de fato* sobre a sociedade em recuperação judicial, seja impedido de exercer o direito de voto em assembleia geral de credores, por se caracterizar como *controlador*, nos termos do artigo 43 da LRE.

Esse risco decorre do entendimento adotado no caso da recuperação judicial do Grupo Schahin, julgado pela 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo[566], e confirmado pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo[567], em que o judiciário afastou o direito de voto dos cessionários do crédito detido pelo credor Mizuho Bank Ltd., por entender que esse credor – bem como os cessionários do crédito – exerciam *controle de fato* de determinadas empresas do Grupo Schahin, incidindo o impedimento previsto no artigo 43 da LRE.

O crédito detido pelo Mizuho Bank Ltd. constituiu-se em razão de um empréstimo contraído por uma das empresas do Grupo Schahin (Schahin Holdco Ltd.), garantido por penhor de primeiro grau sobre as participações acionárias da Schahin Holdco Ltd. e Schahin Oil & Gas, empresas pertencentes ao Grupo Schahin, mas que não estavam sujeitas ao processo de recuperação judicial no Brasil. Apesar de a Schahin Holdco e Schahin Oil & Gas não estarem em recuperação judicial, a Schahin Holdco detinha 99% da participação societária da Deep Black Drilling LLP, submetida à recuperação judicial.

---

[566] Processo de recuperação judicial sob nº 1037133-31.2015.8.26.0100 perante a 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo.
[567] TJSP. Agravo de Instrumento nº 2097667-93.2016.8.26.0000. Des. Rel. Caio Mendes de Oliveira. Data do julgamento: 13.3.2017.

Os contratos de penhor conferiam determinados direitos políticos e econômicos ao credor Mizuho, incluindo o direito de substituir os diretores da Schahin Holdco e Schahin Oil & Gas, de auferir dividendos e de exercer o direito de voto referente às ações empenhadas. Diante do inadimplemento, a garantia teria sido exercida para substituir os administradores de ambas as empresas por uma administradora independente, Madison Director Services Limited., indicada pelo Mizuho.

O juiz da 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo, adotando entendimento de que o poder de controle poderia ser exercido independentemente da titularidade de participação acionária, entendeu que o credor Mizuho era *controlador de fato* da Schahin Holdco e *controlador indireto* da sociedade Deep Black, pois poderia impor sua decisão na assembleia, estando, portanto, impedido de votar na assembleia geral de credores com crédito próprio, conforme se verifica do seguinte trecho da decisão:

> Nesses termos, o Mizuho não apenas elege o administrador da controladora, como também aufere os dividendos dessa (Schahin Holdco) e da Schahin Oil & Gás, bem como pode exercer os direitos de voto referentes às ações. Comporta-se, portanto, não como mero credor, mas como detentor de todos os direitos do acionista, razão pela qual, nesses termos, diante da controladora ter 99% do direito de voto da recuperanda, e de auferir 99% dos dividendos que esta distribuir e de o Mizuho deter todos os direitos referentes às ações dessa controladora, inequívoco que se coloca na posição também de controlador, ainda que por via indireta. Referido controle, inclusive, é o consagrado pelo art. 1.098, inciso II, do Código Civil, que determina, que é controlada "a sociedade cujo controle, referido no inciso antecedente, esteja em poder de outra, mediante ações ou quotas possuídas por sociedades ou sociedades por esta já controladas[568].

O Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo confirmou a decisão de 1º grau, entendendo existirem

> elementos de convicção mais do que suficientes, relacionados à exaustão pelo e. magistrado de primeiro grau, diga-se, na r. decisão recorrida, para equiparar a acionistas o Mizuho Bank Ltd. e, atualmente, as agravantes, bem como para demonstrar a prevalência da vontade do primeiro e agora das últimas, nas assembleias gerais de credores, visto lhes ter sido concedidos, no tocante aos poderes de votação e controle, segundo o parecer juntado aos autos pelo próprio Mizuho Bank Ltd., todos os direitos de voto e outros direitos consensuais da

[568] Cf. trecho extraído da decisão proferida às fls. 25.943 do processo de recuperação judicial sob nº 1037133-31.2015.8.26.0100 em curso perante a 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo.

> Casablanca e da SOG em razão das Participações Acionárias na SOG e na Schahin Holdco[569].

Como analisado no item 4.3.2, um dos principais mecanismos utilizados por credores que buscam exercer um maior ativismo em processos de recuperação judicial é justamente seu direito de voto em assembleia geral de credores, de forma a exercer seu poder de barganha sobre o devedor no processo de negociação e aprovação do plano de recuperação judicial.

Assim, o risco do impedimento do exercício do direito de voto em assembleia geral de credores decorrente da caracterização do credor como *controlador externo* da sociedade em recuperação judicial pode, à semelhança do que se observou nos Estados Unidos diante dos riscos de *lender liability*, *equitable subordination* e responsabilização pela *deepening insolvency* analisados no item 5.7.2, desestimular o exercício de influência direta por parte dos credores nas situações de insolvência empresarial.

[569] Cf. trecho extraído do acórdão às fls. 2873-2874 proferido no Agravo de Instrumento nº 2097667-93.2016.8.26.0000 de relatoria do desembargador Caio Mendes de Oliveira datado de 13.3.2017.

CONCLUSÕES

Buscou-se, com a presente dissertação, investigar os impactos no poder de controle em decorrência do exercício das prerrogativas legais e contratuais conferidas aos credores nas diferentes situações de insolvência empresarial.

A primeira conclusão é de que a constatação da situação de insolvência empresarial não implica, por si só, a perda do poder de controle societário.

Isso porque, uma vez identificada a situação de crise, a legislação brasileira prevê diferentes medidas que podem ser adotadas para seu saneamento, dependendo da gravidade da crise enfrentada. Assim, nas situações em que há viabilidade econômica, a LRE estabeleceu os processos de recuperação judicial e de recuperação extrajudicial, destinados a viabilizar a superação da crise econômico-financeira do devedor e a preservação da empresa economicamente viável. Já para os casos das empresas em situação de crise irreversível, a solução prevista em lei é a falência.

Nos processos que visam à recuperação da empresa, o legislador brasileiro optou pela manutenção dos administradores eleitos majoritariamente pelo sócio controlador (quando não é ele mesmo que acumula as funções de controlador e administrador da sociedade empresária) na condução da atividade empresarial durante o processo. Assim, o sócio controlador permanece com a titularidade das ações ou quotas que lhe outorgam o *status* correspondente e os órgãos da sociedade permanecem em normal funcionamento.

Contudo, o poder de controle sofre determinadas limitações durante o curso do processo de recuperação judicial. A principal delas é que o poder do controlador de dar a destinação dos bens de produção fica condicionado à aprovação do juiz ou dos credores, mediante a aprovação do plano de recuperação, que pode ser tácita ou formalizada em assembleia geral de credores. A rejeição do plano de recuperação pelos credores, por sua vez, leva à decretação da falência da sociedade controlada, com consequências drásticas para o controlador.

Nesse contexto, uma *segunda conclusão* que se extrai é que os credores passam a exercer influência política relevante quanto ao rumo da sociedade em recuperação judicial,

impondo drástica limitação ao poder decisório do sócio controlador. Tal limitação, contudo, não é suficiente para se concluir pela perda do poder de controle societário, visto que a condução da empresa permanece sendo exercida pelo sócio controlador durante a recuperação judicial.

A situação, contudo, modifica-se nas hipóteses de afastamento previstas nos artigos 64 e 65 da LRE, em que se verifica uma ruptura do modelo tradicional do poder de controle previsto na Lei das S.A., visto que o controlador perde o direito de eleger os administradores (na hipótese de afastamento da administração) ou de votar nas deliberações da assembleia geral (nas hipóteses de afastamento do devedor ou do próprio sócio controlador).

A *terceira conclusão* diz respeito aos processos de recuperação extrajudicial. Nessa hipótese, verificou-se que não se aplicam as mesmas limitações impostas ao sócio controlador durante os processos de recuperação judicial, de modo que os eventuais impactos no poder de controle serão aqueles previstos no próprio plano de recuperação extrajudicial negociado com os credores.

Já a decretação da falência do devedor, por outro lado, promove o afastamento do devedor de suas atividades, a qual passa a ser conduzida por um administrador judicial nomeado pelo poder judiciário. Assim, a *quarta conclusão* se refere à perda automática do poder do sócio controlador no caso de decretação da falência, em razão da perda de seu direito de votar nas assembleias gerais e de nomear os administradores, elementos caracterizadores do exercício do controle, nos termos da Lei das S.A.

Sem prejuízo dos impactos no poder de controle nas diferentes situações de insolvência empresarial decorrentes das disposições legais previstas na legislação brasileira, o Capítulo 4 da dissertação buscou investigar de que forma uma maior organização e ativismo por parte dos credores nos processos de insolvência podem adicionalmente impactar a estrutura de poder de controle legalmente prevista.

Assim, uma *quinta conclusão* diz respeito à possibilidade de exercício de influência significativa por credor ou grupo de credores nas situações de insolvência empresarial,

utilizando-se sobretudo de *covenants* contratuais, do processo de aprovação do plano de recuperação e da concessão de empréstimos extraconcursais (*DIP financings*). Essa influência pode se converter em efeito exercício de controle externo, nas hipóteses em que seja estável e se estenda a toda a atividade exercida pela sociedade devedora.

Além disso, constatou-se que, mediante o exercício de influência externa por parte dos credores sobre os órgãos administrativos e decisórios da sociedade devedora responsáveis por elaborar o plano de recuperação, os credores podem exigir, em troca do seu voto afirmativo à reestruturação, que o plano preveja a conversão de seus créditos em capital. A depender do volume dos créditos, referida conversão pode impor uma diluição expressiva da participação detida pelos sócios, resultando na efetiva transferência do controle societário aos credores por meio do processo de reestruturação.

A *sexta conclusão* se refere à constatação, por meio da análise dos casos da recuperação judicial do Grupo OGX, da recuperação extrajudicial do Grupo MBAC e da recuperação judicial do Grupo Oi, da existência de organização e ativismo de credores nos processos de insolvência brasileiros, especialmente por meio da negociação de planos de recuperação prevendo a implementação de grandes alterações na governança corporativa de empresas em crise. Nos casos analisados, os credores que atuaram ativamente nos processos acabaram assumindo o *controle interno* da empresa reestruturada, mediante a conversão de seus créditos em capital, com a expressiva diluição dos acionistas preexistentes.

Por fim, a *sétima conclusão* se refere à constatação da presença de limitações legais, regulatórias e culturais que dificultam e desestimulam uma maior organização de credores com o objetivo de atuar ativamente nos processos de reestruturação brasileiros, visando à negociação ou propositura de uma solução alternativa para a crise empresarial.

Dentre as limitações, pode-se citar: *(i)* a assimetria informacional verificada na maior parte das empresas brasileiras, dificultando o acesso a informações completas e adequadas para que os credores possam tomar decisões e formular propostas alternativas de reestruturação; *(ii)* o subdesenvolvimento do mercado secundário brasileiro, dificultando a atuação de investidores institucionais na aquisição de *distressed debt* para assumir uma

posição de controle no processo de reestruturação; *(iii)* a pouca utilização do comitê de credores como instrumento centralizador dos interesses dos credores; *(iv)* a ausência de previsão legal para propositura de planos alternativos por credores sem o consentimento de devedor; *(v)* a ausência da *absolute priority rule* no direito brasileiro, desincentivando o sócio controlador a negociar uma solução que implique abrir mão de seu poder de controle; *(vi)* a exclusão dos "credores proprietários" dos processos formais de insolvência, desincentivando o credor a despender recursos na busca de uma solução de reorganização, preferindo dedicar esforços na excussão de sua garantia; *(vii)* os riscos de responsabilização pelas dívidas da empresa em razão do exercício do controle; e *(viii)* o risco de a atuação do credor ser entendida| como exercício de controle para fins de impedimento de direito de voto em assembleia geral de credores.

Por tudo isso, apesar da constatação de organização e ativismo por parte dos credores em determinados casos de processos de insolvência brasileiros, que resultaram na transferência do poder de controle aos credores ao final do processo, a regra é a manutenção do poder de controle nas mãos do sócio controlador, com determinadas limitações previstas em lei. O exercício de uma maior influência pelos credores nas situações de insolvência empresarial no Brasil, nos moldes do *creditor control* presenciado nos Estados Unidos, demandaria mudanças legislativas para aprimorar os mecanismos disponíveis para a organização e atuação dos credores nos processos brasileiros, tais como o comitê de credores e a propositura de plano de recuperação alternativo, além de mudanças legislativas e regulatórias para estimular o desenvolvimento do mercado de crédito secundário no Brasil e limitar os riscos de responsabilização pelas dívidas da sociedade empresária, sobretudo trabalhistas e fiscais, decorrente do exercício do controle.

BIBLIOGRAFIA

ABRÃO, Carlos Henrique. Seção V – Da inabilitação empresarial, dos direitos e deveres do falido. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Orgs.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 6.ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 408-422.

AMARAL, Paulo Narcélio Simões. O executivo na recuperação judicial. In: ELIAS, Luis Vasco (Org.). **10 anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências. Reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

ANDRADE, Gregor; KAPLAN, Steven N. How Costly is financial (not economic) distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Become Distressed. **Journal of Finance**, v. 53, p. 1443-1493, 1998.

AYOTTE, Kenneth M.; HOTCHKISS, Edith S.; THORBURN, Karin S. Governance in Financial Distress and Bankruptcy. **Northwestern Public Law Research Paper**, nº 12-37, 2012.

AYOTTE, Kenneth M.; MORRISON, Edward R. Creditor Control and Conflict in Chapter 11. **Journal of Legal Analysis**, v. 1, p. 511-551, 2009. (2).

AYOUB, Luis Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação de empresas**. 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

BAINBRIDGE, Stephen M. Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency. **Journal of Business & Technology Law**, v. 1, n. 2, p. 335-369, 2007.

BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Quiet Revolution. **Coase-Sandor Institute for Law and Economics Working Paper No. 755**, 2016.

BAIRD, Douglas G. Priority matters: absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 165, n. 4, 2017.

BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. Control Rights, Priority Rights and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations. **Virginia Law Review**, v. 87, p. 921-959, 2001.

BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 154, p. 1209-1251, 2006. (nº 5).

BAPTISTA, Ezio Carlos S. Comentários aos Artigos 21 ao 34. In: DE LUCCA, Newton; SIMÃO FILHO, Adalberto (Orgs.). **Comentários à nova Lei de Recuperação de Empresas e de Falências**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

BEBCHUCK, Lucian Arve. A new approach to Corporate Reorganizations. **Harvard Law Review**, v. 101, p. 775-804, 1988.

BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: The Macmillan Company, 1933.

BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New Brunswick (U.S.A.): Transaction Publishers, 1991.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência. Lei 11.101/2005 Comentada artigo por artigo**. 11.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

BHANDARI, Jagdeep S.; WEISS, Lawrence A. **Corporate bankruptcy: economic and legal perspective**. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

BONFANTE, Pietro. **Istituzioni di Diritto Romano**. 10.ed. Milano: A. Giuffrè, 1987.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 13.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BUSCHINELLI, Gabriel Saas Kik. **Abuso do direito de voto na assembleia geral de credores**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 10.ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 6.ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de controle de companhias fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CASTRO, Marcílio Moreira de. **Dicionário de Direito, economia e contabilidade: português-inglês/ inglês-português**. 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

CAVALLI, Cássio. **Mora e utilidade: os standards da utilidade no modelo jurídico da mora do devedor**. Rio de janeiro: Editora FGV, 2011.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações. O princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. As classes de credores como técnica de organização de interesses: em defesa da alteração da disciplina das classes na recuperação judicial. In:

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Orgs.). **Direito das empresas em crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Orgs.), **Dez anos da Lei n. 11.101/2005: fotografias de uma década da Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 438-450.

CHAITMAN, Helen Davis. The Equitable Subordination of Bank Claims. **The Business Lawyer**, v. 39, 1984.

CHAMPAUD, Claude. **Le Pouvoir de Concentration de la Societé par Actions**. Paris: Sirey, 1962.

COASE, Ronald H. The Nature of the Firm. **Economica, New Series**, v. 4, p. 386-405, 1937. (16).

COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 8.ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 1976.

COMPARATO, Fábio Konder. **O seguro de crédito. Estudo jurídico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COSTA, Carlos Celso Orcesi da. Controle externo nas companhias. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 44, p. 70-75, 1981.

COSTA, Thiago Dias. **Recuperação judicial e igualdade entre credores**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na recuperação judicial e na falência**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

DODD JR., E. Merrick. Who are Corporate Managers Trustees? **Harvard Law Review**, v. 45, p. 1145-1163, 1932. (nº 7).

DOWNES, John; GOODMAN, Jordon Elliot. **Dictionary of Finance and Investment Terms**. 4.ed. Hauppauge, NY: Barron's Educational Series, Inc., 1995.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FELSBERG, Thomas; BIANCHI, Pedro Henrique Torres. Apontamentos sobre conversão de dívida em capital. In: ELIAS, Luis Vasco (Org.). **10 anos da Lei de Recuperação de**

Empresas e Falências. Reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FISCHEL, Daniel R. The Economics of Lender Liability. **Yale Law Journal**, v. 99, 1989.

FISCHEL, Daniel R.; EASTERBROOK, Frank H. **The Economic Structure of Corporate Law**. 4.ed. Cambridge: Harvard University Press, 1998.

FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. Comentários aos arts. 64 a 69. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Morão (Orgs.). **Comentários à nova Lei de Falência e Recuperação de Empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GALGANO, Francesco. **Diritto Commerciale: l'imprenditore**. 12.ed. Bologna: Zanichelli, 2008.

GARDINO, Adriana Valéria Pugliesi. **A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?** Tese (Doutorado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

GILSON, Stuart C. **Creating Value Through Corporate Restructuring: case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups**. 2.ed. New Jersey (EUA): John Wiley & Sons, Inc., 2010.

GILSON, Stuart C. Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence. **Washington University Law Review**, v. 72, p. 1005-1025, 1994.

GILSON, Stuart C. Management Turnover and Financial Distress. **Journal of Financial Economics**, v. 25, p. 241-262, 1989.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 29, p. 439-554, 2009.

GREENWHOOD, Daniel J. H. Fictional Shareholders: For Whom are Corporate Managers Trustees, Revisited. **Southern California Law Review**, v. 69, p. 1021-1104, 1996.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. **Georgetown Law Journal**, v. 89, p. 439-468, 2001.

HARNER, Michelle M. The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing. **Fordham Law Review**, v. 77, p. 703-774, 2008.

HARNER, Michelle M.; MARINCIC, Jamie. Committee Capture? An Empirical Analysis of the Role of Creditors' Committees in Business Reorganization. **Forthcoming Vanderbilt Law Review**, v. 64, 2011.

HISSA, Miguel Rocha Nasser. As garantias constitucionais do devido processo legal ante o redirecionamento da execução fiscal ao administrador da empresa. In: **Anais do XIX Encontro Nacional do CONPEDI**. Fortaleza: [s.n.], 2010. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/conpedi/manaus/arquivos/anais/fortaleza/3341.pdf>. Acesso em: 21 dez. 2019.

JEBJERG, Lars. Debt as a Regulatory Constraint. **Discussion Paper. University of Compenhagen**, 1999.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

KELCH, Thomas G. Shareholder Control Rights in Bankruptcy: Disassembling the Withering Mirage of Corporate Democracy. **Maryland Law Review**, v. 52, p. 264-335, 1993.

KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano**. Tese (Doutorado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; ENRIQUES, Luca et al. **The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach**. 2.ed. New York: Oxford, 2009.

KROSZNER, Randall S.; STRAHAN, Philip E. Bankers on boards: monitoring, conflicts of interest, and lender liability. **Journal of Financial Economics**, v. 62, 2001.

KUGELMAS, Alfredo Luiz; PINTO, Gustavo Henrique Sauer de Arruda. Administrador judicial na recuperação judicial: aspectos práticos. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (Orgs.). **Direito recuperacional: aspectos teóricos e práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

LEGATTI, Guilherme Martins. **O mercado de créditos distress e o FIDC-NP: evolução, potencial e ineficiências**. Monografia de final de curso, PUC-RJ, Rio de Janeiro, 2010.

LEMOS, Eduardo. Viabilizando a recuperação sem ou além da lei. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Orgs.). **Direito das empresas em crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 79-99.

LOBO, Jorge. Extensão dos efeitos da falência por abuso de controle. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Orgs.). **Direito das empresas em crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

LOPUCKI, Lynn M. The Debtor in Full Control – Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code? **American Bankruptcy Law Journal**, v. 57, p. 247, 1983.

MACEDO, Ricardo Ferreira. **Controle não societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano; CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Transparência e divulgação de informações nos casos de recuperação judicial de empresas. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (Orgs.). **Direito recuperacional II: aspectos teóricos e práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

MARQUES, Evy Cynthia. **A proteção aos credores na Lei n. 6.404/76: análise específica de alguns mecanismos**. Tese de Doutorado em Direito, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

MCCORMACK, Gerard. **Corporate Rescue Law – An Anglo-American Perspective**. Cheltenham, UK; Northampton, USA: Edward Elgar, 2008.

MCCORMACK, Gerard. National Report for England. In: FABER, Dennis; VERMUNT, Niels; KILBORN, Jason et al. (Orgs.). **Commencement of Insolvency Proceedings**. New York: Oxford, 2012.

MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça. **O poder de controle nas companhias em recuperação judicial**. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

MILLER, Harvey R. The Changing Face of Chapter 11: A Reemergence of the Bankruptcy Judge as Producer, Director, and Sometimes Star of the Reorganization Passion Play. **American Bankruptcy Law Journal**, v. 69, p. 431-466, 1995.

MILLER, Harvey R.; WAISMAN, Shai Y. The Creditor in Possession: Creditor Control of Chapter 11 Reorganization Cases. **Bankruptcy Strategist**, v. 21, 2003.

MILLON, David. The Ambiguous Significance of Corporate Personhood. **Washington & Lee Public Law and Legal Theory Research Paper Series**, 2001.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Do procedimento de recuperação judicial. In: SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Orgs.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Orgs.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 285-324.

NINI, Greg; SMITH, David C.; SUFI, Amir. Creditor Control Rights and Firm Investment Policy. **Journal of Financial Economics**, v. 92, p. 400-420, 2009.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Da recuperação extrajudicial. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Org.). **Direito falimentar e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Dez anos de vigência da Lei nº 11.101/2005: é hora de mudança? In: ELIAS, Luis Vasco (Org.). **10 anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências. Reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Recuperação extrajudicial: O instituto natimorto e uma proposta para sua reformulação. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Orgs.). **Direito das empresas em crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 231-263.

PASTERIS, Carlo. **Il Controllo nelle Società Collegate e le Partecipazioni Reciproche**. Milano: Giuffrè, 1957.

PAULUS, Christoph; BERBERICH, Mathias. National Report for Germany. In: FABER, Dennis; KILBORN, Jason; RICHTER, Tomás et al. (Orgs.). **Commencement of Insolvency Proceedings**. Nova York: Oxford, 2012.

RASMUSSEN, Robert K. Taking Control Rights Seriously. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 166, p. 1749-1776, 2018.

RAUH, Joshua D.; SUFI, Amir. Capital Structure and Debt Structure. **The Review of Financial Studies**, v. 23, p. 4242-4280, 2010. (12).

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito falimentar**. 17.ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

RIVERA, Julio César. **Instituciones de Derecho Concursal**. 2.ed. Buenos Aires: Rubinzal Culzoni Editores, 2003.

RIVERA, Julio César; ROITMAN, Horacio; VÍTOLO, Daniel R. **Ley de Concursos y Quiebras**. 3.ed. Santa Fé: Rubinzal Culzoni Editores, 2005.

ROSSI, Ricardo. **Insolvenza, Crisi di Impresa e Risanamento**. Milano: Giuffrè, 2003.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. São Paulo: Saraiva, 2018.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4.ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

SANTARELLI, Umberto. **Per la Storia del Fallimento nelle Legislazioni Italiane dell'Età Intermedia**. Padova: Dott. Antonio Milani, 1964.

SATIRO, Francisco. A autonomia dos credores na aprovação do plano de recuperação judicial. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JR., Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Orgs.). **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SATIRO, Francisco. Da recuperação extrajudicial. In: SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Orgs.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005.** 2.ed. São Paulo: Almedina, 2017.

SCHILLIG, Michael. The Transition from Corporate Governance to Bankruptcy Governance – Convergence of German and US law? **ECFR**, p. 116-157, 2010.

SKEEL, David A. The Past, Present and Future of Debtor-in-possession Financing. **Cardozo Law Review**, v. 25, 2004. (5).

SKEEL, David A.; TRIANTIS, George G. Uneasy Shift to a Contract Paradigm. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 166, 2018.

SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Corporate Turnaround. Managing Companies in Distress**. Londres: Penguin Books, 1999.

SMITH, Clifford W.; WARNER, Jerold B. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. **Journal of Financial Economics**, v. 7, p. 117-161, 1979.

STANGHELLINI, Lorenzo. **Le crisi di impresa fra diritto ed economia – Le procedure di insolvenza**. Bologna: Società Editrice il Mulino, 2007.

SZTAJN, Rachel. Da recuperação judicial. In: SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Orgs.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A apresentação de CND e o parcelamento de débitos fiscais. In: CEREZETTI, Sheila Christina Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Orgs.). **Dez anos da Lei n. 11.101/2005: fotografias de uma década da Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 438-450.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A preservação da empresa, mesmo na falência. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (Orgs.). **Direito recuperacional – aspectos teóricos e práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 517-534.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Da caracterização da insolvabilidade civil. Pressupostos objetivos e subjetivos de processo de execução concursal. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 57, p. 42-50, 1985.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Recuperação empresarial e falência. In: CARVALHOSA, Modesto (Org.). **Tratado de direito empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. V.

TRIANTIS, George G. Debtor-in-possession Financing in Bankruptcy. **Stanford Public Law Working Paper**, 2016.

TRIANTIS, George G. Exploring the Limits of Contract Design in Debt Financing. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 161, 2013.

TRIANTIS, George G. The Interplay Between Liquidation and Reorganization in bankruptcy: The Role of Screens, Gatekeepers and Guillotines. **International Review of Law and Economics**, v. 16, p. 101-119, 1996.

TRIANTIS, George G.; DANIELS, Ronald J. The Role of Debt in Interactive Corporate Governance. **California Law Review**, v. 83, p. 1073-1113, 1995. (4).

TUNG, Frederick. Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance. **57 UCLA Law Review**, v. 115, p. 115-181, 2009.

UNCITRAL. Legislative guide on insolvency law. 2005. Disponível em: <http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf>. Acesso em: 21 dez. 2019.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. O status jurídico do controlador e dos administradores na recuperação judicial. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 143, p. 21-38, 2006.

WARREN, Elizabeth. Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World. **Michigan Law Review**, v. 92, n. nº 2, 1993.

WORLD BANK. Principles and guidelines for effective insolvency and creditor rights system. 2001. Disponível em: <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/the-world-bank-principles-for-effective-insolvency-and-creditor-rights>. Acesso em: 21 dez. 2019.

WORLD BANK. Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes. 2015. Disponível em: <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/the-world-bank-principles-for-effective-insolvency-and-creditor-rights>. Acesso em: 21 dez. 2019.