

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

ANDRESSA DIAS CONCEIÇÃO

A CAPTAÇÃO DE DINHEIRO NOVO NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

SÃO PAULO

2019

ANDRESSA DIAS CONCEIÇÃO

A CAPTAÇÃO DE DINHEIRO NOVO NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Manoel Justino Bezerra Filho

SÃO PAULO

2019

Conceição, Andressa Dias.

A captação de dinheiro novo na recuperação judicial / Andressa Dias Conceição.
– São Paulo, 2019.
73 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Presbiteriana
Mackenzie, Curso de Direito, 2019.

Orientador: Prof. Dr. Manoel Justino Bezerra Filho.

1. Recuperação judicial. 2. Preservação da empresa. 3. Captação de recursos. 4.
Financiamento. 5. Mercado de capitais.

ANDRESSA DIAS CONCEIÇÃO

A CAPTAÇÃO DE DINHEIRO NOVO NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Aprovada em: __/__/____

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Manoel Justino Bezerra Filho
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Hamid Charaf Bdine Júnior
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Washington Carlos de Almeida
Universidade Presbiteriana Mackenzie

AGRADECIMENTOS

À Deus pela força e por ter guiado o meu caminho.

Ao meu orientador Professor Doutor Manoel Justino Bezerra Filho por ter aceito a orientação deste trabalho e, mais do que isso, por sempre ter estado presente e, de forma atenciosa, ter acompanhado a elaboração desta monografia.

À minha mãe, Marisa, ao meu pai, Joselito, e ao meu irmão, Vitor, por toda paciência, mimos, suporte, amor incondicional e, principalmente, por não medirem esforços para eu alcançar meu desenvolvimento, proporcionando a mim a rica possibilidade de estudar. Sem vocês, nada seria.

Ao Renan Dias, meu grande parceiro, não apenas pelo incentivo e compreensão, mas, acima de tudo, por ter acreditado na minha capacidade. A nós, um futuro grandioso.

Aos meus amigos que estiveram presentes nesses cinco anos de Direito Mackenzie, pela companhia e apoio ao longo dessa jornada, ainda que em diferentes períodos. Certamente marcaram a minha vida.

Aos meus professores pelos contínuos ensinamentos e estímulos oferecidos.

E a todos que, de alguma forma, fizeram parte da minha formação. Por seu tempo, minha gratidão.

RESUMO

O presente estudo tem por finalidade a análise da concessão de financiamento às empresas em recuperação judicial por meio do mercado de capitais. O problema é tratado a partir de uma abordagem exploratória, mediante pesquisa bibliográfica e estudo de caso, destacando brevemente a crise de empresa e as dificuldades para captação de recursos financeiros. Em seguida, inicia-se a discussão das formas de financiamento empresarial, com destaque para a emissão de títulos de dívida e a securitização de recebíveis, visando a preservação da empresa. Apresentado o tema central do trabalho, evidencia-se a necessidade de dar andamento ao Projeto de Lei nº 10.220/2018, com o intuito de resolver as lacunas presentes na lei falimentar vigente, sem prejuízo do desenvolvimento do mercado de capitais e das precauções que devem ser tomadas pelos envolvidos, a fim de garantir transparência e segurança ao procedimento.

Palavras-chave: Recuperação judicial. Preservação da empresa. Captação de recursos. Financiamento. Mercado de capitais.

ABSTRACT

The present study aims to analyze the granting of financing to companies in judicial recovery through the capital market. The problem is treated from an exploratory approach, through bibliographic research and case study, briefly highlighting the company crisis and the difficulties in raising financial funds. Next, the discussion of the forms of business financing begins, with emphasis on the issuance of debt securities and the securitization of receivables, aiming at the preservation of the company. After the presentation of the main theme of the work, it is evidenced the need to give progress to Bill no. 10.220/2018, in order to solve the gaps in the current bankruptcy law, without prejudice to the development of the capital market and the precautions that should be taken by those involved in order to ensure transparency and security to the procedure.

Keywords: Judicial Recovery. Company preservation. Fundraising. Financing. Capital markets.

LISTA DE ILUSTRAÇÃO

Gráfico 1 – Custo de captação das empresas que se financiaram no mercado de capitais..... 36

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Justificativas para o desequilíbrio econômico-financeiro por região e setor de atuação (em percentual)	29
Tabela 2 – Justificativas para o desequilíbrio econômico-financeiro por natureza e idade (em percentual)	29

LISTA DE ABREVIATURAS

AGC	Assembleia Geral de Credores
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FIDC	Fundo de Investimento em Direito Creditórios
FIDC-NP	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizado
ICVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LREF	Lei de Recuperação de Empresas e Falência
LSA	Lei das Sociedades Anônimas
PL	Projeto de Lei
SPE	Sociedade de Propósito Específico
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1 O INSTITUTO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO DIREITO BRASILEIRO.....	12
1.1 PANORAMA HISTÓRICO.....	12
1.1.1 Evolução histórica no Brasil.....	14
1.2 NATUREZA JURÍDICA.....	16
1.3 A CRISE DE EMPRESA.....	17
1.4 PRINCÍPIOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL.....	20
1.4.1 O princípio da preservação da empresa e sua função social.....	20
1.4.2 O princípio da viabilidade da empresa.....	21
1.4.3 Os princípios da celeridade, eficiência e economia processual.....	23
1.4.4 Os princípios e a proposta de alteração da Lei nº 11.101 de 2005.....	23
1.5 DOS PRESSUPOSTOS E MEIOS DE RECUPERAÇÃO DAS EMPRESAS VIÁVEIS.....	25
2 RECUPERAÇÃO JUDICIAL E O MERCADO DE CAPITAIS	28
2.1 DIFICULDADES NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS FINANCEIROS POR EMPRESAS EM CRISE.....	28
2.2 O ACESSO AO MERCADO DE CAPITAIS.....	32
2.3 O FINANCIAMENTO EMPRESARIAL.....	35
2.3.1 Emissão de títulos de dívida.....	37
2.3.2 Securitização de Recebíveis.....	41
2.3.2.1 A constituição de Sociedade de Propósito Específico.....	43
2.3.2.2 O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios.....	44
2.4 LEGISLAÇÃO E O FINANCIAMENTO EXTRAJUDICIAL.....	49
3 ESTUDO DE CASO: GRUPO OGX.....	54
CONCLUSÃO.....	57
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	59

INTRODUÇÃO

Em um cenário intenso de crise política e econômica mundial, o Brasil vem arcando com as suas próprias consequências, vendo grandes empresas de diferentes setores da economia, em um curto espaço de tempo, ajuizarem pedidos de recuperação judicial: Oi S.A, Saraiva Livreiros S.A, Odebrecht S.A, OAS S.A, OGpar [atual denominação de OGX].

Com efeito, desde o advento da Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, o direito brasileiro passou a se preocupar com a viabilidade dessas empresas continuarem no mercado, notadamente pela sua função social, formulando seu próprio regime concursal, cujo objetivo principal é a preservação da atividade empresarial.

Entretanto, apesar de prever inúmeros meios para recuperação de empresas, aptos a reestruturarem essa atividade, foi silente quanto às formas de obtenção de financiamento para sua manutenção, em especial no mercado de capitais, em que pese admitir essa prática e prever alguns [poucos] incentivos aos financiadores.

Esse tema merece atenção, porque, do mesmo modo que houve essa evolução nas normas de direito recuperacional, nota-se uma crescente regulamentação do mercado de capitais, comandada em grande parte pela Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal dotada de poder normativo, em virtude do surgimento de novos meios de acesso a esse mercado, englobando empresas de menor porte.

É nesse contexto, inclusive, que tramita na Câmara dos Deputados o Projeto de Lei nº 10.220/2018, visando, dentre outras questões, diminuir os entraves encontrados pelas empresas em recuperação judicial na busca por financiamentos, alterando o texto da Lei vigente nº 11.101/2005.

Assim, o presente trabalho, pautado em pesquisa doutrinária, jurisprudencial e legislativa, procura reunir essas duas searas com o intuito de analisar modos de captação de dinheiro novo na recuperação judicial, sem ter por fim o esgotamento do tema.

Seguindo essa lógica, o Capítulo 1 apresenta um panorama histórico do direito falimentar até a criação da recuperação judicial no Brasil. Ato contínuo, oferece uma breve noção do que configura a crise de empresa compatível com o instituto, finalizando com a discussão sobre sua natureza jurídica, os princípios que o norteia e os meios previstos em lei para sua efetivação.

O Capítulo 2 assume a principal discussão do trabalho ao expor as dificuldades de obtenção de recursos pelas empresas. Em seguida, propõe duas formas de captação de capital, a emissão de títulos de dívida e a securitização de recebíveis, na tentativa de viabilizar a manutenção da empresa. Contudo, não abre mão das críticas aos procedimentos e à ausência de regras adequadas no direito falimentar para unir as duas áreas e gerar maior segurança aos envolvidos.

O Capítulo 3 encerra o assunto apresentando um estudo de caso de uma empresa que alcançou sua recuperação se utilizando das práticas aqui discutidas.

Por fim, o estudo parte do pressuposto de que a recuperação judicial é apenas admitida para as empresas viáveis, mas foge de seu escopo o financiamento específico encontrado nos mercados imobiliário e do agronegócio, assim como os meios relacionados à participação societária, seja dos próprios credores ou novos financiadores, ainda que não haja óbice para sua aplicação, até mesmo em conjunto com os que serão em breve estudados.

1 O INSTITUTO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO DIREITO BRASILEIRO

Para possibilitar a análise acerca dos meios de captação de recursos financeiros pelas empresas em recuperação judicial, faz-se necessário o estudo de alguns aspectos deste instituto, como sua evolução histórica, natureza jurídica, princípios norteadores e a própria crise de empresa.

1.1 PANORAMA HISTÓRICO

Nos primórdios, mais precisamente no Direito Romano, era previsto na Lei das XII Tábuas [451 a.C.] que aquele que contraísse dívidas responderia pela obrigação abdicando de sua liberdade, permanecendo em regime de servidão para com o respectivo credor, situação contratual conhecida como *nexum*.

Não satisfeito o débito, poderia o devedor ser vendido ao estrangeiro como escravo [*trans Tiberim*] ou, à título de pagamento, ter seu corpo repartido em pedaços suficientes para satisfação de todos os credores, sem qualquer interferência do Estado.

Convém dizer que não há indicativos da efetiva aplicação desta temerosa sanção. Em verdade, alguns autores entendem que o que se dividia era o valor obtido com a venda do devedor, conforme esclarece Manoel Justino Bezerra Filho¹:

Sem embargo da previsão legal em tal sentido, nunca teria, porém, sido efetivamente aplicada tal pena por ser repudiada pelos costumes públicos. A execução seria feita mesmo sobre o corpo do devedor, porém vendendo-o como escravo e repartindo o preço apurado entre os diversos credores.

De qualquer forma, com a promulgação da *Lex Poetelia Papiria*², foi introduzida a execução patrimonial no Direito Romano, estabelecendo como garantia do débito o próprio patrimônio do devedor, com a conseqüente abolição de sua responsabilidade pessoal.

Nesse sentido, deu-se origem a chamada *missio in possessio bonorum*, uma ação, cujo objetivo era a transmissão da posse dos bens do devedor – fosse ele comerciante ou não – ao credor, a pedido deste e por ordem judicial. Tais bens passavam a ser administrados por um

¹ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo*. 13. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. p. 55.

² Há divergência doutrinária quanto ao momento de sua criação, alguns autores consideram o ano de 326 a.C., dentre eles, Manoel Justino Bezerra Filho (2018, p. 56), ao passo que outros, o ano de 428 a.C., como Amador Paes de Almeida (2013, p. 29) e André Luiz Santa Cruz Ramos (2017, p. 681).

curador [*curator bonorum*], nomeado pelo pretor [magistrado].

Semelhante ao atual procedimento da recuperação judicial, deveria ser dada publicidade à ação para os demais credores, a fim de concorrerem ao crédito, no prazo de 30 (trinta) dias. Transcorrido o período determinado sem a devida satisfação da obrigação, caberia ao curador a alienação dos bens do devedor àquele que apresentasse a melhor oferta para posterior distribuição do saldo entre os credores.

Cumprido esclarecer que o devedor poderia optar pela *cessio bonorum*, criada pela *Lex Julia Bonorum* [732 a.C.], esta que é, para muitos, a base do direito falimentar, em especial da concordata preventiva. Em outras palavras, o devedor poderia ceder seus bens ao credor que, por intermédio do curador, tinha a possibilidade de vendê-los com o intuito de ratear o valor com os demais credores, em consonância ao que viria a ser conhecido como princípio da *par conditio creditorum*³.

Acrescenta-se a isso a existência, na época, da *induciae quinquenales*, que conferia ao devedor de boa-fé a oportunidade de pagar suas dívidas dentro de 5 (cinco) anos, desde que com a anuência do imperador, o qual lhe concedida a *exceptio moratoria* em relação aos credores, isto é, dilação de prazo para pagamento, dando ensejo à sua recuperação.

Por sua vez, na Idade Média, passou-se a coibir a execução iniciada pelos próprios credores, em razão da rígida tutela estatal exercida sobre as relações comerciais, condicionando-os à disciplina judiciária do Estado.

Nesse período, o Direito Comercial surge como matéria independente e consolida as noções das concordatas suspensiva e preventiva, mas sem distinguir o devedor comerciante do devedor civil, tratando a falência com viés punitivo ao sujeitar o falido à infâmia e a penas graves, sem prejuízo da perda de seu patrimônio.

Com maior incidência na Itália, a ideia do direito falimentar foi se expandindo até a França, por conta do intercâmbio comercial existente entre os países, dando origem ao Código Comercial francês de 1808 [Código Napoleônico], um verdadeiro marco na evolução do instituto, pois diferenciou o devedor comerciante do devedor civil, cuja relação jurídica começou a ser regida pelo Direito Civil.

³ Em síntese, refere-se ao tratamento igualitário dado aos credores de mesma classe. Por isto, o Administrador Judicial deve observar a ordem de preferência de crédito quando efetuar o pagamento dos credores.

Em que pese a permanência da natureza punitiva do regime, paulatinamente este assumiu um caráter econômico-social, notadamente pelo desenvolvimento da economia, abrandando sua rigidez costumeira.

Um passo importante dado na época foi a mudança de interpretação no tocante à insolvência, que começou a ser vista como algo natural e próprio da atividade empresarial, razão pela qual foi feita distinção entre as categorias dos devedores desonestos e honestos, aproximando da realidade hoje existente. Isso porque, os devedores honestos passaram a ter direito aos benefícios da moratória [*prescriptio moratória*], ou seja, prazo para acordar com os credores e cumprir com suas obrigações, aprimorando a concordata nascida no *quinquenales*.

Com o tempo, surgiram novas leis reconhecendo a empresa como instituição social, cujas ideias se proliferaram para grande parte dos países ao redor do mundo, inclusive o Brasil.

1.1.1 Evolução histórica no Brasil

No período da colonização, vigoraram as Ordenações portuguesas no Brasil. De início, as Ordenações Afonsinas (1500), substituídas pelas Ordenações Manuelinas (1521) e, por fim, as Ordenações Filipinas (1603), estas contendo normas falimentares rigorosas, ainda que mantendo a distinção entre os devedores honestos e desonestos. Para estes era admitida, inclusive, a pena de morte.

Porém, foi apenas em 1756 que, com a promulgação do Alvará de 13 de dezembro pelo Marquês de Pombal, tratou-se do processo falimentar, cabendo ao devedor, para ser considerado honesto, declarar seus bens na Junta Comercial com o intuito de reaver os credores.

No período Imperial, já proclamada a independência do Brasil e no curso do crescimento das relações comerciais decorrente da abertura dos portos às nações estrangeiras, foi publicado, em 1850, o Código Comercial, afastando as leis portuguesas.

A sua terceira parte foi nomeada “Das Quebras”, a qual previa o instituto da concordata suspensiva e a concessão da moratória pelo prazo de três anos, sendo complementada pelo Regulamento 738, também de 1850, cujos dispositivos tratavam do processo de falência, precedendo inúmeras modificações no tema mediante a edição de leis e decretos até o período republicano.

A concordata suspensiva devolvia ao devedor julgado sem culpa a administração dos

seus bens e sustava os efeitos da falência, apesar do rigor excessivo para sua obtenção, vez que dependia da concordância da maioria dos credores representantes de dois terços dos créditos, mesmo que não comparecessem em assembleia.

Após a proclamação da República, a concordata preventiva foi introduzida no ordenamento jurídico pelo Decreto nº 917 de 24 de outubro de 1890, instituto criado para se evitar a declaração da falência do devedor, isto porque, como o próprio nome indica, era requerida preventivamente.

Em 1945 foi editado o Decreto-lei 7.661, a Lei de Falências, elaborado por uma comissão nomeada pelo Ministro da Justiça da época, Alexandre Marcondes Filho, projeto que antecedeu a então vigente Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005.

Esse Decreto afastou a necessidade de aprovação prévia da maioria dos credores para concessão judicial da concordata preventiva e suspensiva e manteve a possibilidade de dilação do vencimento das obrigações [moratória] ou de obtenção de remissão de valores judicialmente, visando à recuperação do empresário de boa-fé em crise reversível.

Nada obstante, o Decreto-lei se mostrou ineficaz aos fins a que se destinava, notadamente por impossibilitar a efetiva recuperação econômico-financeira dos devedores, já que somente os créditos quirografários eram sujeitos à concordata e, de outro lado, como não havia garantia de recebimento dos créditos, os empresários que obtinham o favor legal da concordata não conseguiam financiamentos pelas instituições financeiras, o que acarretava a convolação em falência.

Ademais, como era um benefício legal concedido independentemente da vontade dos credores, foi, em muitos casos, disponibilizado a devedores em crise irreversível e que se utilizavam das concordatas para desviar seus bens, comprometendo o desenvolvimento regular do procedimento.

Dessa forma, após anos de tramitação nas Casas do Congresso Nacional, foi promulgada a Lei nº 11.101/05, conhecida como Lei de Recuperação de Empresas e Falência (LREF), que procurou garantir a celeridade e eficiência do procedimento, com maior participação dos credores, bem como substituiu o instituto da concordata preventiva pelo da recuperação judicial e extinguiu a concordata suspensiva do ordenamento.

Assim, a Lei nº 11.101/05, influenciada pelas legislações francesa e norte-americana, buscou dar fim ao conhecido “dualismo pendular” presente nas leis anteriores, preocupando-se

com a preservação da empresa, essencialmente, e é nela que este estudo se baseia.

1.2 NATUREZA JURÍDICA

A LREF objetivou, com a criação da recuperação judicial, superar a crise econômico-financeira que atinge a empresa, agindo de forma preventiva à falência, porquanto amplia as formas de negociação do passivo em face de uma ampla parcela de credores, possibilitando, inclusive, a reestruturação empresarial.

Dessa maneira, a doutrina majoritária defende a natureza contratual da recuperação judicial ainda que ela passe pela homologação do juiz, considerada mera fiscalização, isso porque se trata de um acordo regido pela autonomia da vontade entre devedor e credores, estes entendidos como uma coletividade, embora pertencentes a uma determinada classe. Marlon Tomazette⁴ adere a essa visão:

Com efeito, o aspecto contratual se sobressai na recuperação judicial, na medida em que ela representa um grande acordo entre o devedor e seus credores. Há, indubitavelmente, um encontro de vontades entre tais sujeitos reforçando a natureza contratual. Não são vontades paralelas, mas vontades que se cruzam, vale dizer, há uma oposição de interesses que entram em acordo para recuperar a empresa.

Sérgio Campinho⁵ sustenta, igualmente, que:

Na recuperação judicial prevalece a autonomia privada da vontade das partes interessadas para alcançar a finalidade recuperatória. [...] o instituto da recuperação judicial deve ser visto com a natureza de um contrato judicial, com feição novativa, realizável através de um plano de recuperação [...].

A *contrario sensu*, há quem diga que a hipótese de credores retardatários não votarem nas deliberações da Assembleia Geral de Credores [artigo 10, §1º da Lei nº 11.101/05], bem como os ausentes no dia da assembleia [artigo 45, §§1º e 2º do mesmo diploma legal] ou, ainda, a possibilidade de aprovação do plano, mesmo que não aceito por todas as classes [artigo 58, §1º, da LREF], são situações em que não há manifestação de vontade, afastando o caráter contratual do procedimento.

Sendo assim, não compreendendo a recuperação judicial como um negócio jurídico, duas outras correntes surgem para explicar sua natureza: alguns doutrinadores a consideram

⁴ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. vol. 3. p. 85.

⁵ CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 32.

como um instituto de direito público, ao passo que outros sustentam tratar-se de um instituto de direito econômico.

No primeiro caso, vertente minoritária, há uma visão de cunho processual, pois reconhecem a recuperação judicial como uma ação em que se busca, ao final, a tutela jurisdicional constitutiva, notadamente, sua concessão [artigo 58 da Lei nº 11.101/05].

Entretanto, como bem observado por Jorge Lobo⁶, embora não se desconheça a aplicação subsidiária do Código de Processo Civil ao procedimento [artigo 189 da LREF], os pressupostos básicos do direito processual não são seguidos no diploma recuperacional, quer dizer, não há citação para responder a uma lide, da mesma maneira que não há uma a ser julgada pelo juízo e, conseqüentemente, não há condenação nos ônus da sucumbência.

No segundo caso, em que pese não ser entendimento majoritário, tem seus adeptos, aos quais me filio. Seguindo este ponto de vista, Jorge Lobo⁷ declara:

Para mim, a recuperação judicial da empresa é um instituto de Direito Econômico, pois não se pauta pela ideia de Justiça, mas de eficácia técnica numa zona intermediária entre o Direito Privado e o Direito Público [...] Com efeito, a recuperação judicial da empresa é um instituto de Direito Econômico, porque suas normas não visam precipuamente realizar a ideia de justiça, mas sobretudo criar condições e impor medidas que propiciem às empresas em estado de crise econômica se reestruturarem, ainda que com parcial sacrifício de seus credores [...]⁸.

Sob esse ângulo, a recuperação judicial é, sobretudo, um remédio para curar as falhas da ordem econômica capitalista, não por acaso, como se verá posteriormente (em 2.4.1), o procedimento é voltado à preservação da empresa.

1.3 A CRISE DE EMPRESA

Pelo conceito de empresário expresso no artigo 966 do Código Civil, pode-se considerar empresa a atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.

⁶ LOBO, Jorge. Comentários ao art. 47, in TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos H. (coordenadores). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 6. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 178.

⁷ Ibid., p. 176-179.

⁸ Vicente Bagnoli, ao tratar da zona intermediária, ensina: “O Direito Econômico não se enquadra na definição tradicional do Direito, pois, ao mesmo tempo em que é Público, já que a política econômica definida pelo Estado interessa à coletividade, também é Privado, dada a relevância da iniciativa privada na realidade econômica do Estado” (BAGNOLI, Vicente. *Direito Econômico e Concorrencial*. 7. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017. p. 73).

É notório que há riscos inerentes à exploração dessa atividade empresarial, seja de natureza patrimonial relacionada às incertezas do mercado, que elevam as taxas de juros e de câmbio e transformam o setor fiscal, impactando em sua liquidez, da qual sócios e administradores não podem ser responsabilizados, seja de caráter operacional, ocasionados pela diminuição da produtividade, má administração ou atos ilícitos praticados pelos gestores, cabendo à empresa controlá-los.

Fato é que da concretização dos riscos surge a crise, porém não há vacina contra ela, da mesma forma que não há um único tipo de crise, variando conforme sua origem e agente causador, podendo atingir um grupo de empresas de determinado setor ou apenas uma, mas, qualquer que seja o caso, afeta os interesses de toda a sociedade.

À título de exemplo, a crise de rigidez se origina do próprio dinamismo da atividade econômica, tendo como causa a dificuldade de adaptação face a mudanças de gostos e hábitos decorrentes, na atualidade, da evolução tecnológica.

Há também a crise de eficiência, cuja razão pode ser a incapacidade de inovação, conflitos internos entre administradores e/ou sócios ou a ausência de mão-de-obra qualificada, fazendo com que a empresa não renda aquilo que se esperava.

Em outras palavras, “as crises de eficiência se manifestam quando uma ou mais áreas da gestão empresarial operam com rendimentos que não são compatíveis com a sua potencialidade”.⁹

A crise patrimonial, por seu turno, refere-se à insolvência, quer dizer, a existência maior de dívidas [passivo] do que de rendimentos [ativo].

Todavia, nos termos do artigo 47 da LREF, para a recuperação judicial é fundamental entender a crise econômico-financeira. Seu teor envolve tanto a crise econômica passageira, isto é, a crise no modelo de negócio¹⁰, podendo também ser precedida de elementos externos que interferem na economia [questões políticas ou acidentes naturais], quanto a crise financeira,

⁹ GARELLA, Mario. *Il concordato stragiudiziale: strategie e metodi per il risanamento dell'impresa*. Napoli: Sistemi Editoriali, 2003. p. 9 apud TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. vol. 3. p. 32.

¹⁰ Na década de 70, a empresa de fotografia Kodak inovou ao criar os primeiros modelos de câmera digital, mas temendo prejudicar as vendas das câmeras tradicionais e respectivos filmes, deixou de lançá-la no mercado de consumo, tornando-se um dos exemplos mais conhecidos de crise econômica proveniente de uma gestão ultrapassada.

que diz respeito aos sinais de iliquidez da empresa e a falta de pontualidade para honrar compromissos, gerando o déficit patrimonial.

Ricardo Negrão¹¹ estabelece a conexão entre ambas as crises da seguinte forma:

A dicotomia “econômico-financeira” não revela relação de causa e efeito, na ordem que apresenta, mas sim situação em que uma e outra se fundem para descrever resultados negativos na persecução do objeto empresarial, sugerindo urgente intervenção para evitar o perecimento da empresa.

Assim, a crise econômico-financeira se caracteriza, em um primeiro cenário, quando o devedor, não obstante ser economicamente saudável, em especial pelo índice positivo de faturamento, não possui capital disponível para satisfazer determinada obrigação de imediato.

Em um segundo contexto, há uma “retração considerável nos negócios desenvolvidos pela sociedade empresária”¹², consequência de uma crise setorial ou específica daquela empresa e, nesse caso, pode envolver problemas de estruturação ou utilização de tecnologia obsoleta, acarretando a falta de recursos financeiros para execução de sua própria atividade.

Cumprido esclarecer que a recuperação judicial foi criada para as empresas economicamente viáveis, ou seja, aquelas que vivenciam uma crise temporária e, conseqüentemente, superável, devendo ser anuída pelos seus respectivos credores, sob pena de liquidação.

Esse também é o entendimento jurisprudencial que, diante de sociedades empresárias insuscetíveis de recuperação ou, melhor dizendo, em crise econômico-financeira permanente, decidem por convolar a recuperação judicial em falência¹³.

Portanto, é muito relevante descobrir com rapidez a causa do mau funcionamento da empresa, com o intuito de tomar a medida cabível e que melhor atenda aos interesses de toda

¹¹ NEGRÃO, Ricardo. *Curso de direito comercial e de empresa: recuperação de empresas, falência e procedimentos concursais administrativos*. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. vol. 3. p. 148-149.

¹² COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas: Lei n. 11.101, de 9-2-2005*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 23.

¹³ “Convolação de recuperação judicial em falência. Agravo de instrumento de credor. Provas da reiterada mora no cumprimento das obrigações do plano de reestruturação durante o biênio de supervisão. Não quitação nem mesmo dos créditos trabalhistas, a despeito do comando do art. 54 da Lei de Recuperações e Falências. Atrasos na implementação de medidas necessárias para a recuperação que se arrasta há mais de 8 anos. Culpa exclusiva das recuperandas. Relatórios da administradora judicial, atestando a falta de atividade produtiva. Inviabilidade econômica que também indica ser imperioso o decreto de quebra, na medida em que não há empresas a preservar. Também decorre da principiologia que informa a Lei 11.101/2005 a noção de que a empresa inviável deva ser retirada do mercado. Manutenção da decisão agravada. Agravo de instrumento desprovido.” (TJSP; Agravo de Instrumento 2149662-14.2017.8.26.0000; Relator (a): Cesar Ciampolini; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais; Data do Julgamento: 08/08/2018; Data de Registro: 09/08/2018).

sociedade, tendo em mente que nessa situação de crise econômico-financeira, o devedor pode se valer da recuperação judicial, suspendendo o pagamento das obrigações imediatamente exigíveis e ganhando um tempo legalmente previsto para regularizar sua situação¹⁴.

De todo modo, a recuperação judicial não se limita aos interesses do devedor e credores da empresa, pois interfere diretamente nos demais agentes econômicos, desde investidores à empregadores, ideia que será melhor explanada a seguir (ver 2.4.1).

1.4 PRINCÍPIOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

A proposta do presente trabalho é justamente avaliar determinados meios de recuperação judicial, ou seja, formas efetivas para a superação da crise da empresa. Para isso, mostra-se necessária a análise do sistema recuperacional à luz de seus princípios norteadores.

1.4.1 O princípio da preservação da empresa e sua função social

Como visto no panorama histórico, prevalecia no direito falimentar a busca pela satisfação das obrigações, levando em conta o direito dos credores, sem, contudo, considerar o prosseguimento da atividade da empresa economicamente viável.

Em vista disso, a nova Lei de Falência, separando a ideia de empresa da de empresário, passou a primar pela preservação da empresa, em razão de sua função social¹⁵, conforme disposto no artigo 47¹⁶.

É possível verificar a tentativa de se preservar a atividade no interesse do devedor para o fim de propiciar a continuidade da fonte produtora, impedindo a retirada dos bens da empresa¹⁷ e mantendo capital de giro, o que provocará a manutenção dos empregos dos

¹⁴ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo*. 13. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. p. 247.

¹⁵ Sob a ótica constitucional, o artigo 5º, inciso XXIII da Constituição Federal dispõe sobre a necessidade de a propriedade atender a sua função social, sendo também princípio geral da Ordem Econômica e Financeira (artigo 170, inciso III da CF).

¹⁶ “A recuperação judicial tem por objetivo 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”.

¹⁷ Art. 49, §3º da LREF: “Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o

trabalhadores, de modo a permitir a circulação de riquezas, visto que são consumidores¹⁸, contribuindo para o desenvolvimento nacional, sem prejuízo da satisfação das obrigações no interesse dos credores.

Nesse sentido, João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea¹⁹ esclarecem que a empresa cumpre a sua função social ao perseguir o lucro, pois produz e coloca ao alcance das pessoas a maior parte dos bens e serviços consumidos, distribuindo riquezas.

Além do mais, salientam que a exploração da atividade econômica permite interações com outras empresas, movimentando a economia pela compra, venda, pagamento de salários e tributos, logo, contribui para o desenvolvimento da coletividade em que está inserida.

Isso posto, a preservação da empresa visa a harmonização dos inúmeros interesses abrangidos com o seu crescimento, influenciando, em larga escala, na elaboração dos dispositivos legais: (i) suspensão do curso da prescrição e de todas as ações e execuções em face do devedor [artigo 6º, “caput”, da LREF]; (ii) vedação da venda ou a retirada dos bens de capital do estabelecimento da empresa [produto de alienação fiduciária e arrendamento mercantil], desde que essenciais à sua atividade, ao longo do período de suspensão supracitado [artigo 49, §3º, da LREF]; (iii) novação das dívidas resultante da aprovação do plano [artigo 59, da LREF]; dentre outros.

Por outro lado, é importante ressaltar que o cumprimento da função social é adstrito a uma economia eficiente, isto é, a viabilidade de recuperação.

1.4.2 O princípio da viabilidade da empresa

De início, é fundamental reforçar que a sociedade como um todo arca com os prejuízos da recuperação judicial, seja em razão do aumento do desemprego, afetando diretamente o mercado de consumo, vez que diminui a busca por bens e serviços, seja por conta da influência direta nos preços, ocasionada pelo risco de mercado, no caso, o risco de crédito.

§4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial”.

¹⁸ Vicente Bagnoli explica: “[...] afinal, é por meio do trabalho que o indivíduo de forma digna participará da repartição das riquezas dentro do mercado. O trabalhador também é o consumidor, fazendo a riqueza circular (BAGNOLI, Vicente. *Direito Econômico e Concorrencial*. 7. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017. p. 146).

¹⁹ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de Empresas e Falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2017. p. 83.

Portanto, a manutenção de uma atividade ineficiente atinge todos os setores da economia. Por esse motivo, é de suma importância que o instituto da recuperação de empresas seja concedido de forma relativa, porque, como já discutido (ver 2.3), não é qualquer empresa que deve ser recuperada.

E é dessa concepção que surge o princípio da viabilidade da empresa, que nada mais é do que a necessidade de se demonstrar os benefícios causados pela sua permanência no mercado, ou seja, o atendimento de sua função social, bem como as condições de dar continuidade à atividade, mediante a movimentação de um volume maior de ativo do que de passivo, resultando em faturamento anual positivo, mesmo que com índices de endividamento.

Conforme ensina Marcelo Barbosa Sacramone²⁰:

A proteção do empresário e da atividade sem viabilidade econômica por meio da recuperação judicial pode gerar perda de eficiência, comprometimento da confiança dos credores, insegurança jurídica, em prejuízos de todos. A função social da empresa somente será produzida se a atividade for lucrativa e eficiente. Apenas a atividade economicamente eficiente tem condição de se perpetuar em mercados competitivos e gerar os benefícios pretendidos pela Lei a todos.

Vale dizer que o exame da viabilidade da empresa não está restrito aos seus credores em assembleia, cabendo igualmente ao Poder Judiciário avaliar se a empresa apresenta condições necessárias para manutenção da exploração da atividade, ou se a concessão da recuperação judicial acarretaria prejuízos não só aos diretamente envolvidos, como também a toda sociedade. Nessa hipótese de inviabilidade, o mais adequado e eficiente seria o processo de falência.

Sobre o tema, Daniel Carnio Costa, Juiz titular da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo elucida a dificuldade em examinar, de plano, a viabilidade da empresa, mas considera incontestável a possibilidade de avaliar sua inviabilidade²¹.

²⁰ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 191.

²¹ Assim: “É certo que nesse momento inicial do processo, não é possível aferir se a empresa é realmente viável, até porque essa conclusão pode depender de diversos outros fatores que são, inclusive, externos à empresa, como as condições de mercado, a obtenção de novos investimentos etc. É certo, também, que são os credores os maiores interessados na análise das condições da empresa, a fim de que tenham subsídios para analisar o plano de recuperação que será apresentado pela devedora. Todavia, também é certo que a recuperação judicial é um instituto aplicável apenas para empresas viáveis, a fim de que a manutenção da atividade empresarial possa fazer gerar os benefícios sociais e econômicos que são decorrentes do exercício dessa atividade. Se não é possível aferir a viabilidade da empresa nesse momento inicial, pode ser possível aferir-se, ao contrário, a sua evidente inviabilidade. Essa deve ser a preocupação do juiz nesse momento inicial. É absolutamente inviável, por exemplo, uma empresa que já não tenha atividade por longo período, não tenha funcionários, não produza, não recolha tributos, não tenha mais sede, não tenha patrimônio sequer compatível com o desenvolvimento mínimo da atividade empresarial pretendida etc. [...] Não seria razoável que o juiz deferisse o processamento da recuperação judicial, blindando o patrimônio dessa empresa em relação aos seus credores, se já é possível

1.4.3 Os princípios da celeridade, eficiência e economia processual

Tratando-se de instituto diretamente relacionado com a economia, a qual possui natureza bastante dinâmica, deve-se observar a celeridade e efetividade no procedimento, de forma a acompanhar a rapidez das operações comerciais, a fim de evitar o desencorajamento dos credores em caso de demora na prestação da tutela jurisdicional.

Por conseguinte, o artigo 75, parágrafo único da LREF assim prevê: “O processo de falência atenderá aos princípios da celeridade e da economia processual”, em harmonia ao disposto no artigo 5º, inciso LXXVIII da Constituição Federal: “a todos, no âmbito judicial e administrativo, são assegurados a razoável duração do processo e os meios que garantam a celeridade de sua tramitação”.

Ainda que contido expressamente no capítulo da falência, é também aplicável à recuperação de empresas, sendo possível localizá-lo ao longo de toda a LREF, como em seu artigo 40²², que inadmite qualquer concessão de liminar “para suspensão ou adiamento da assembleia-geral de credores em razão de pendência de discussão acerca da existência, da quantificação ou da classificação de créditos”.

Outrossim, o princípio da economia processual direciona a aplicação dos atos processuais à produção de resultados eficientes com o mínimo de tempo e dinheiro possíveis, isso porque, o excesso de burocracia atrasa a tramitação que, no caso da recuperação judicial, poderá provocar a deterioração do patrimônio do devedor.

1.4.4 Os princípios e a proposta de alteração da Lei nº 11.101 de 2005

Sem embargo das críticas dos profissionais e especialistas da área, vez que fogem do propósito deste trabalho, tramita na Câmara dos Deputados Projeto de Lei de autoria do Poder Executivo de nº 10.220/2018, cuja finalidade é “atualizar a legislação referente à recuperação

concluir desde logo que não será possível a divisão equilibrada de ônus e que não serão obtidos os benéficos resultados sociais e econômicos decorrentes da atividade empresarial.” (COSTA, Daniel Carnio. *Reflexões sobre processos de insolvência: divisão equilibrada de ônus, superação do dualismo pendular e gestão democrática de processos*, in Cadernos Jurídicos da Escola Paulista da Magistratura: Direito Empresarial, São Paulo. v. 16, n. 39, p. 70, jan./mar. 2015).

²² Há discussão doutrinária acerca da inconstitucionalidade deste dispositivo por afrontar o inciso XXXV do artigo 5º da Constituição Federal: “a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito”. Sobre o tema, ver: MILANI, Mario Sergio. *Lei de recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência comentada*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 188-190.

judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária”.²³

Em breve análise do projeto, é possível verificar tentativas de fortificar os princípios que regem o instituto da recuperação judicial como, por exemplo, a proibição de distribuição de lucros e dividendos a sócios e acionistas pelas pessoas jurídicas que estão em recuperação judicial [artigo 6º-A do projeto], sob pena de configuração da fraude contra credores [artigo 168, §2º], medida alinhada ao princípio da preservação da empresa, porquanto será possível destinar a lucratividade para solucionar o problema da crise empresarial.

Ademais, na nova sistemática pretendida, o marco inicial para suspensão do curso das ações e execuções em face da recuperanda, bem como do curso da prescrição [*stay period*], previsto no artigo 6º, deixaria de ser o da publicação da decisão que defere o processamento da recuperação judicial, antecipando para o momento do ajuizamento do pedido.

Ainda sobre a suspensão, de acordo com o §4º do artigo 6º, essa passaria a perdurar até a data de encerramento do procedimento recuperacional, deixando de vigorar o prazo de 180 dias previsto na lei vigente que, atualmente, foi flexibilizado diante das prorrogações determinadas pelos juízos competentes²⁴. Ambas as modificações estão em conformidade ao objetivo primordial da recuperação judicial, o de se preservar a atividade da empresa.

Vale ressaltar também a proposta de alteração acerca da ampliação das formas e do prazo para realização da Assembleia Geral de Credores (AGC). Na lei vigente, o juiz convoca os credores para comparecimento à deliberação presencial [artigo 36 da LREF], dentro de 150 dias do deferimento do processamento da recuperação judicial [artigo 56, §1º].

Por seu turno, o PL nº 10.220/2018, admite em seu artigo 39, §4º que as deliberações em assembleia sejam substituídas por termo de adesão assinado pelos credores, respeitado o quórum de aprovação preestabelecido no artigo 45-A do projeto, do mesmo modo que permite a votação por meio eletrônico ou “outro mecanismo reputado suficientemente seguro pelo juiz”.

Além disso, prevê, no artigo 56, §1º, a redução do prazo para a sua realização, de 150 (cento e cinquenta) para 120 (cento e vinte) dias, contado do deferimento do processamento da

²³ BRASIL. Projeto de Lei nº 10.220, de 10 de maio de 2018. Brasília. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=A06A1EF3779690140FC985FEBFB5C9.proposicoesWebExterno2?codteor=1658833&filename=PL+10220/2018>. Acesso em: 18 abr. 2019.

²⁴ Nessa lógica, o julgado da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, de relatoria do Desembargador Grava Brazil: Agravo de Instrumento 2003223-63.2019.8.26.0000, julgado em 11/04/2019 manteve a decisão de primeira instância na qual o juízo *a quo* deferiu a prorrogação do *stay period* após inconformismo de um dos credores da recuperanda.

recuperação judicial.

As duas situações estão em consonância aos princípios já explicitados, posto que, de um lado, devedor e credores poderão evitar os custos da realização da assembleia presencial [viagem, aluguel de espaço], alcançado o princípio da economia processual e, de outro, poderão desfrutar de um procedimento mais célere.

Igualmente, fixou-se a contagem de prazos em dias corridos [artigo 189, §1º, inciso I do PL], salvo nas hipóteses em que o PL dispõe em sentido contrário, estando também de acordo com o princípio da celeridade processual.

Desse modo, malgrado as críticas negativas, as alterações pretendidas com o Projeto de Lei nº 10.220/2018, se concretizadas, tem o condão de promover o aperfeiçoamento do instituto, tornando-o mais eficiente e menos oneroso.

1.5 DOS PRESSUPOSTOS E MEIOS DE RECUPERAÇÃO DAS EMPRESAS VIÁVEIS

Como é cediço, a intenção principal da recuperação judicial é sanar a crise econômico-financeira, promovendo uma reestruturação na empresa do devedor, o qual é responsável por instaurar judicialmente o procedimento, cujo deferimento dará a oportunidade de apresentação do plano de recuperação aos credores para aprovação em assembleia.

Entretanto, como analisado, cumpre ao devedor demonstrar a situação de crise transitória, isto é, a não disparidade entre ativo [patrimônio] e passivo [dívidas], a impontualidade para satisfação de suas obrigações, bem como a viabilidade do plano pretendido e a probabilidade de recuperação, sem prejuízo da instrução de seu pedido com a documentação exigida no artigo 51 da LREF, os quais permanecerão à disposição do juízo.

Ao juiz, por sua vez, cumpre verificar se foram observados os requisitos legais aplicáveis, cumulativamente, ao devedor, quais sejam: (i) se, no momento do pedido, o devedor estava no exercício regular de suas atividades há mais de 2 (dois) anos [artigo 48, *caput* da LREF]; (ii) se não era falido e, se o foi, que estão declaradas extintas, por sentença transitada em julgado, as responsabilidades daí decorrentes [artigo 48, inciso I]; (iii) se não teve, há menos de 5 (cinco) anos, obtido concessão de recuperação judicial [artigo 48, inciso II]; (iv) se não teve, há menos de 5 (cinco) anos, obtido concessão de recuperação judicial com base no plano especial [artigo 48, inciso III]; (v) se não foi condenado ou não teve, como administrador ou

sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes falimentares [artigo 48, inciso IV].

Cumprido os requisitos e não verificada a inviolabilidade do plano, o juiz deferirá o processamento da recuperação judicial, iniciando-se a contagem do prazo de 60 (sessenta) dias para apresentação do plano em juízo [artigo 53 da LREF] que deverá conter, entre outras exigências, a discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados [artigo 53, inciso I].

O artigo 50 da LREF²⁵ traz um rol exemplificativo dos meios de recuperação judicial, os quais podem ser escolhidos de forma cumulativa pelo devedor ou acrescentados a outros não expressamente previstos, conforme a necessidade da empresa, conquanto que não configure tratamento diferenciado no tocante aos credores de mesma classe [princípio da *par conditio creditorum*] ou viole a Lei.

A doutrina procura agrupá-los das mais diversas maneiras. A título de exemplo, Jorge Lobo divide-os em seis grupos distintos: reestruturação do poder de controle [artigo 50, incisos III, V, X, XIII da LREF], reestruturação financeira [artigo 50, incisos I, VI, IX, XII, XV, §2º], reestruturação econômica [artigo 50, incisos II, VII, XI, XVI], reestruturação administrativa [artigo 50, incisos IV, VIII, XIV], reestruturação societária [artigo 50, inciso II] e reestruturação complexa [artigo 50, §1º]²⁶.

Marlon Tomazette os separa em outras cinco categorias: medidas financeiras [artigo 50, incisos I, VIII, IX, X, XII da LREF], medidas societárias [artigo 50, inciso II], medidas

²⁵ “Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: (i) concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas; (ii) cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente; (iii) alteração do controle societário; (iv) substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos; (v) concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar; (vi) aumento de capital social; (vii) trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados; (viii) redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva; (ix) dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro; (x) constituição de sociedade de credores; (xi) venda parcial dos bens; (xii) equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica; (xiii) usufruto da empresa; (xiv) administração compartilhada; (xv) emissão de valores mobiliários; (xvi) constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor; §1º Na alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia”.

²⁶ LOBO, Jorge. Comentários ao art. 47, in TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos H. (coordenadores). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 6. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 210-218.

referentes à gestão do devedor [artigo 50, incisos III, IV, V], medidas para captação de recursos financeiros [artigo 50, incisos VI, XI, XV] e relacionadas a transferência da atividade [artigo 50, incisos VII, XIII e XVI]²⁷.

Para Ricardo Negrão, os meios recuperatórios ficam melhores subdivididos entre meios dilatórios, remissórios ou mistos [artigo 50, incisos I, XII da LRE]; meios com predominância sobre o perfil subjetivo da empresa [artigo 50, incisos II, III, X]; meios com predominância sobre o perfil objetivo da empresa [artigo 50, incisos II-parte final, VI, VII, IX, XI, XV, XVI]; meios com predominância sobre o perfil funcional da empresa [artigo 50, incisos IV, V, XIII, XIV] e meios com predominância sobre o perfil corporativo da empresa [artigo 50, incisos VIII]²⁸.

Não obstante os diversos meios de recuperação de empresas e suas formas de classificação, o presente estudo procurará discorrer em parte sobre o que Jorge Lobo considerou meio de reestruturação financeira e econômica, Marlon Tomazette de medidas para captação de recursos financeiros e relacionadas a transferência da atividade, e Ricardo Negrão de meios com predominância sobre o perfil objetivo da empresa.

Melhor dizendo, hipóteses diretamente relacionadas ao mercado de capitais, estejam ou não explicitamente previstas no rol, mas que influenciam na liquidez da empresa, como a emissão de valores mobiliários, em especial as debêntures, a constituição de Sociedade de Propósito Específico (SPE) e de Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), que podem ser combinadas entre si, respeitadas as legislações específicas de cada caso, como se verá a seguir.

²⁷ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. vol. 3. p. 217-222.

²⁸ NEGRÃO, Ricardo. *Curso de direito comercial e de empresa: recuperação de empresas, falência e procedimentos concursais administrativos*. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. vol. 3. p. 170-186.

2 RECUPERAÇÃO JUDICIAL E O MERCADO DE CAPITAIS

No que se refere à captação de recursos financeiros, faz-se necessário analisar as dificuldades para sua efetivação, bem como as razões para o mercado de capitais ter se tornado uma fonte viável de financiamento, mediante a emissão de valores mobiliários diretamente pela recuperanda ou por um veículo securitizador por ela constituído, em que pese a LRE não a regular com a profundidade necessária.

2.1 DIFICULDADES NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS FINANCEIROS POR EMPRESAS EM CRISE

Em um cenário de intensa competição, em que a empresa se apresenta como instrumento da mudança econômica-social do país, é medida de rigor a obtenção de crédito para o exercício contínuo de suas atividades, a fim de cumprir com sua função social (em 2.4.1).

O vocabulário “crédito”, do latim *creditum*, significa, segundo Gladston Mamede, a troca de uma prestação executada por uma prestação futura e a faculdade de exigir a execução futura dessa prestação, sendo assim, uma faculdade jurídica ou, pelo lado oposto, uma obrigação jurídica: o crédito de um é o débito de outro²⁹.

Dessa forma, pautada na confiança entre as partes, uma vez que a contraprestação pelo devedor se dará em momento futuro, a concessão de crédito é um estímulo ao desenvolvimento econômico, posto que movimenta capital onde ele é indispensável: na atividade empresarial.

Nada obstante, em países emergentes, como o Brasil, inclusive empresas solventes possuem dificuldades em receber financiamentos³⁰, situação que se agrava no caso de empresas em crise, as quais necessitam de crédito imediato para possibilitar sua recuperação.

Corroborando com esse fato, uma pesquisa publicada na Revista Brasileira de Finanças, após a análise de 131 planos de recuperação judicial em todo o país, apontou que as principais causas para a solicitação do pedido pelas empresas são a dificuldade para conseguir empréstimos e o custo de capital elevado, independentemente da região, setor de atuação, natureza jurídica da companhia ou idade:

²⁹ MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: títulos de crédito*. 10. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2018. p. 03.

³⁰ Para maiores detalhes, cf. CNI, Confederação Nacional da Indústria. *Mapa Estratégico da Indústria 2018 - 2022*. Brasília: CNI, 2018. p. 86-97.

Tabela 1 – Justificativas para o desequilíbrio econômico-financeiro por região e setor de atuação (em percentual)

CAUSAS	REGIÃO (2)			SETOR		
	Sul	Sudeste	Centro-Oeste	Indústria	Consumo	Serviços Públicos
Custo de capital elevado	44,83	35,71	90,48	35,19	78,95	73,33
Dificuldade para conseguir empréstimos	41,38	30,95	80,45	29,63	57,89	73,33
Crescimento do país	0	3,97	0	2,78	0	0
Câmbio	10,34	15,08	19,05	12,96	36,84	6,67
Crise Econômico-Financeira Mundial com início em 2008	10,34	26,98	19,05	16,67	47,37	13,33
Outros (1)	22,41	14,29	28,57	17,59	10,53	33,33

Fonte: SILVA, Vinicius Augusto Brunassi; SAMPAIO, Joelson Oliveira; GALLUCCI NETO, Humberto. Pedidos de Recuperação Judicial no Brasil: uma explicação com variáveis econômicas. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p.429-454, set. 2018. p. 445.

Notas: (1) Situações específicas de cada empresa, como inadimplimento, contratos com o setor público, concorrência.

(2) Houve a supressão dos dados da região Norte e Nordeste em razão do número ínfimo de empresas analisadas nas respectivas regiões.

Tabela 2 – Justificativas para o desequilíbrio econômico-financeiro por natureza e idade (em percentual)

CAUSAS	NATUREZA		IDADE (ANOS)				
	LTDA	S/A	≤10	>10 e ≤20	>20 e ≤30	>30 e ≤40	>50
Custo de capital elevado	86	64,52	70,59	74,19	62,50	77,78	61,90
Dificuldade para conseguir empréstimos	78	58,06	64,71	64,52	70,83	72,22	61,90
Crescimento do país	5	3,23	5,88	3,23	4,17	0	4,76
Câmbio	28	35,48	23,53	29,03	8,33	27,78	28,57
Crise Econômico-Financeira Mundial com início em 2008	44	25,41	41,18	41,94	25	27,78	38,10
Outros (1)	37	19,35	23,53	32,26	37,5	22,22	19,05

Fonte: SILVA, Vinicius Augusto Brunassi; SAMPAIO, Joelson Oliveira; GALLUCCI NETO, Humberto. Pedidos de Recuperação Judicial no Brasil: uma explicação com variáveis econômicas. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p.429-454, set. 2018. p. 446.

Nota: (1) Situações específicas de cada empresa, como inadimplimento, contratos com o setor público, concorrência.

Nessa linha, uma segunda pesquisa, realizada pelo Comitê de Soluções Financeiras da Turnaround Management Association do Brasil (TMA Brasil), apoiada em entrevistas com

bancos privados, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e fornecedores, conclui que grande parte das empresas não voltaram a fornecer crédito para clientes que distribuíram o pedido de recuperação judicial e, os que mantiveram o fornecimento, só o fizeram através de pagamento à vista ou redução do prazo de vencimento, isso quando não exigiam a liquidação parcial de dívida anterior³¹.

Esses resultados demonstram o estigma acerca do pedido de recuperação judicial, muito em razão das fraudes perpetradas à época das concordatas, bem como por ser um indicativo de que os negócios estão afetados, acarretando na restrição de crédito.

Por certo, a natural aversão aos riscos causada pela insegurança quanto ao adimplemento das obrigações pela empresa em recuperação, somada a falta de transparência e de informações³², que dificultam a avaliação pormenorizada da situação econômico-financeira da recuperanda, contribuem para esse quadro.

Soma-se a isso o conhecido risco legal. Nas palavras de ASSAF NETO³³:

O risco legal vincula-se tanto à falta de uma legislação mais atualizada e eficiente com relação ao mercado financeiro como a um eventual nível de desconhecimento jurídico na realização dos negócios. [...] Um outro aspecto inerente ao risco legal é a falta de padronização jurídica.

É dizer, a incerteza em relação às alterações regulatórias e ao entendimento a ser dado pelo juiz da causa no tocante ao direito falimentar, acrescida do baixo índice de recuperações concluídas, haja vista a recente normatização do procedimento [2005], e da lentidão característica do Poder Judiciário brasileiro são óbices ao financiamento das empresas em crise.

Importante elucidar que esta conjuntura se manifesta mesmo com previsão legal no sentido de os créditos constituídos durante o procedimento serem extraconcursais³⁴, o que leva a crer que possíveis financiadores não concretizem o financiamento por conta do

³¹ TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL - TMA BRASIL (Org.) – Comitê de Soluções Financeiras. *Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial: Importância, Dificuldades e Estímulos*. mar, 2010. Disponível em: <http://www.tma.org.br/sites/default/files/public/2019-07/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf> Acesso em: 21 jul. 2019.

³² Para ASSAF NETO, a assimetria de informações significa um agente econômico ter mais informações do que outros. Ela impede que todos os participantes de mercado detenham as mesmas informações, pois quem solicita o crédito (devedor) possui mais informações sobre sua real capacidade de pagamento e alocação que fará do capital emprestado que o fornecedor de recursos (credor). (ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 147).

³³ Ibid., p. 158.

³⁴ Art. 67 da LREF: “Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei”.

desconhecimento sobre os privilégios concedidos pela LREF, caracterizando mais um entrave para a captação de recursos.

Em tese, como bem observado por Deborah Kirschbaum, eventual credor da empresa em recuperação judicial enfrentaria riscos menores de inadimplemento pela recuperanda, seja em razão da preferência na ordem de créditos mencionada no artigo 84, inciso V da LREF³⁵, seja pela provável simetria das informações fornecidas pela empresa [tomadora de recursos], tendo em vista que o interesse primordial em obter o crédito³⁶.

O financiamento extraconcursal será melhor abordado em tópico próprio (ver 3.4) aqui, cabe explanar a respeito de outra dificuldade, qual seja, a ausência de políticas internas para disponibilização de recursos às empresas em crise³⁷, tanto em relação aos fornecedores, quanto às instituições financeiras, os quais sequer possuem setores especializados para lidar com clientes em recuperação judicial.

Como se verifica, a situação da empresa em crise no Brasil é peculiar, pois, enquanto seu momento faz presumir a impossibilidade de honrar seus compromissos, é essencial para manutenção da atividade empresarial durante o processo a aquisição de capital.

Ressalta-se que, caso financiadores optem por liberar créditos a essas empresas, o farão em troca do curto prazo e maior remuneração para assumirem os riscos decorrentes da operação, provenientes das dificuldades acima explicitadas, bem como do próprio mercado brasileiro, notadamente em virtude da exigência de depósitos compulsórios recolhidos ao Banco Central do Brasil (BACEN) pelos bancos [reserva bancária]³⁸ e da tributação incidente sobre as movimentações financeiras.

Outrossim, o Conselho Monetário Nacional (CMN), ao editar a Resolução nº 2.682/99, acabou também por impor limites ao financiamento. A Resolução estabelece critérios para

³⁵ “Serão considerados créditos extraconcursais e serão pagos com precedência sobre os mencionados no art. 83 desta Lei, na ordem a seguir, os relativos a: V – obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial, nos termos do art. 67 desta Lei, ou após a decretação da falência, e tributos relativos a fatos geradores ocorridos após a decretação da falência, respeitada a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei”.

³⁶ KIRSCHBAUM, Deborah. *A Recuperação Judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 213 f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 137.

³⁷ TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL - TMA BRASIL (Org.) – Comitê de Soluções Financeiras. *Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial: Importância, Dificuldades e Estímulos*. mar, 2010. Disponível em: <http://www.tma.org.br/sites/default/files/public/2019-07/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf> Acesso em: 21 jul. 2019.

³⁸ Os depósitos compulsórios são uma forma de controlar a quantia de moeda existente, resultando em menos crédito disponível no mercado para financiamentos, o que gera a cobrança de maior taxa de juros.

classificar o crédito cedido de acordo com o risco respectivo, através das categorias de *rating*, tal como regras de provisionamento, ou seja, percentuais definidos pelo Banco Central, com o propósito de as instituições financeiras calcularem a probabilidade de não terem seu crédito restituído pelo devedor, devendo provisionar [separar] este valor³⁹.

Desse modo, considerando que, historicamente, no Brasil, as empresas recorrem à recuperação judicial quando já cobertas de dívidas, lhes são atribuídas o menor *rating* [classe de risco H], cujo percentual de provisionamento é de 100%, nos termos dos artigos 4º, inciso I, alínea “g” e 6º, inciso VIII, da Resolução nº 2.682/99, isto é, o total de eventual empréstimo, encarecendo a operação.

Por todo o exposto, evidencia-se que o financiamento intermediado por instituições financeiras é insuficiente e demasiadamente oneroso. Assim, o mercado de capitais se apresenta como alternativa para a captação de recursos.

2.2 O ACESSO AO MERCADO DE CAPITAIS

A Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, foi criada com o intuito de disciplinar o mercado de capitais, também conhecido como mercado de valores mobiliários (MVM), responsável pela distribuição de investimentos de médio e longo prazo, isto é, valores mobiliários emitidos pelos tomadores de recursos, sem a intermediação de instituição financeira, logo, um meio menos oneroso de financiamento, apesar dos riscos. Objetivando regulá-lo e fiscalizá-lo, a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Nessa lógica, alguns agentes de mercado, quais sejam, entidades distribuidoras de títulos e valores mobiliários [bancos de investimento, corretoras e distribuidoras], operam dando suporte aos emissores de títulos no mercado primário e, por vezes, no mercado secundário.

Entende-se como mercado primário o local em que se dá as emissões públicas de novos títulos, através de intermediário financeiro, conforme será melhor explicado. De outro lado, no mercado secundário são efetuadas em ambientes regulamentados [bolsa de valores, balcão organizado, balcão não-organizado] as compras e vendas dos valores mobiliários já existentes,

³⁹ Segundo ASSAF NETO: “Essa escala, dividida em classes de risco e dispostas em ordem crescente, apresenta definida em cada classe assinalada uma expectativa de perda na operação (risco) expressa em percentual para provisionamento” (ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 77).

os quais foram adquiridos no mercado primário pelos investidores, logo, confere liquidez ao investimento.

Segundo EIZIRIK⁴⁰,

A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; [...] Diversamente do que ocorre no mercado de crédito, no mercado de capitais, a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária – a entidade emissora – e a unidade econômica superavitária – o investidor.

Cumpre esclarecer que o tipo empresarial influencia no acesso das empresas ao mercado de capitais, isso quer dizer que os recursos disponíveis às sociedades limitadas são os empréstimos bancários e as notas promissórias comerciais [*commercial papers*] emitidas por elas, cujo prazo de vencimento é, em regra, de até 360 dias, segundo redação da Instrução CVM nº 566/2015⁴¹.

Por sua vez, as sociedades por ações de capital fechado, além de possuírem as mesmas opções das sociedades limitadas, podem também captar recursos via emissão de debêntures, de forma privada ou pública com esforços restritos, ou seja, acessíveis apenas aos investidores profissionais⁴², nos termos do artigo 2º da Instrução CVM nº 476/2009, alterada pela Instrução nº 585/2017, observada a ressalva no artigo 3º⁴³.

Em contrapartida, as sociedades por ações de capital aberto⁴⁴ podem emitir os títulos citados anteriormente, bem como fazer emissões públicas de debêntures e oferta pública inicial

⁴⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 8-9.

⁴¹ Não obstante a divergência doutrinária sobre a emissão de debêntures por sociedades limitadas, o Projeto de Lei nº 6.322 de 2013, que está em trâmite, visa expressamente autorizar essa possibilidade.

⁴² O art. 9º-A da Instrução CVM nº 554/2014 classifica os investidores profissionais como (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; (viii) investidores não residentes.

⁴³ “Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos: I – será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica; e II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais”.

⁴⁴ Segundo Fran Martins, são consideradas sociedades abertas as que têm suas ações negociadas no mercado de capitais; “quando as ações das sociedades não são negociadas por intermédio das entidades autorizadas a negociar neste mercado, a sociedade é denominada de sociedade fechada. [...] para haver essa negociação é necessário que a sociedade registre a emissão pública de ações, preliminarmente, no órgão competente, ou seja,

de ações (IPO - *Initial Public Offering*), conforme Instrução CVM nº 400/2003, mediante registro regular e autorização da CVM, observando as exigências direcionadas a essas companhias abertas, notadamente quanto ao dever de prestar informações continuamente a respeito da sociedade [demonstrações contábeis, eventual alteração societária, dentre outras].

Esse dever de informar está estritamente associado ao grande problema de assimetria informacional que assola o mercado de capitais, embora ocorra atualmente em menor grau ante a intensa regulamentação, favorecendo as práticas de governança corporativa⁴⁵, uma vez que incentiva a transparência na divulgação de informações, em troca da maior eficiência do mercado e segurança aos agentes envolvidos. Salienta-se que este dever também permeia o processo de recuperação judicial, que exige a prestação de informações relativas ao devedor.

De acordo com Juliano Pinheiro, os principais fatores que influenciam na escolha do meio para obtenção de dinheiro novo são (i) maturidade do negócio; (ii) perfil dos fluxos de caixa e do endividamento; (iii) *rating* da empresa e, por fim, (iv) o momento do mercado⁴⁶.

Isso significa que a empresa, ao adentrar no mercado de capitais, deverá ponderar sobre seu nível de credibilidade e de dívidas, sua idade, considerando, ainda, o objetivo principal para a busca de financiamento, se para impulsionar os negócios, reestruturá-los ou pela necessidade de capital, como nos casos das empresas em recuperação judicial.

No tocante às emissões dos valores mobiliários, essas podem se dar na forma de oferta pública ou privada. As emissões privadas são direcionadas a investidores determinados e não exige registro na CVM.

Na primeira situação, por seu turno, a oferta é direcionada para todos os investidores, pessoas físicas ou jurídicas, no mercado primário ou secundário, conquanto que o emissor e a emissão estejam registrados perante a CVM, em conformidade com o disposto na Lei nº 6.385/76 [artigos 19 e 21, §1º], bem como que seja intermediada por instituições integrantes do

na Comissão de Valores Mobiliários”. (MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa, empresários e sociedades*. 42. ed. rev. atual. e ampl. por Carlos Henrique Abrão. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 243).

⁴⁵ “A governa corporativa tem grande contribuição na recuperação das empresas, uma vez que ajuda a minimizar eventuais conflitos de interesses entre as partes interessadas, bem como contribui para a consistência do plano de recuperação judicial, de forma a incentivar o acesso a novos capitais e, conseqüentemente, a preservação de empresas”. (LANCELLOTTI, Renata Weingrill. *Governança corporativa na recuperação judicial*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 114 apud DEZEM, Renata Mota Maciel Madeira. A recuperação judicial e as tutelas de urgência. In: LAZZARINI, Alexandre Alves; KODAMA, Thais; CALHEIROS, Paulo (Coord.). *Recuperação de Empresas e Falência: aspectos práticos e relevantes da Lei nº 11.101/05*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 35).

⁴⁶ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019. p. 232.

sistema de distribuição de valores mobiliários [*underwriter*⁴⁷], ressalvadas as hipóteses de dispensa, nos termos do artigo 3º, §2º da Instrução CVM nº 400/2003.

Assim, a obtenção de dinheiro no mercado de capitais poderá se efetivar por meio da emissão de títulos de dívida, tal como debêntures, da securitização de recebíveis, através dos fundos de investimento e, igualmente, por meio do mercado de *equity* [participação societária], como IPO⁴⁸, permitindo maior liquidez à empresa e menor custo de financiamento, como será demonstrado.

2.3 O FINANCIAMENTO EMPRESARIAL

No início da década, pesquisas apontavam a tendência das empresas brasileiras em reservar lucros e buscar empréstimos bancários com a intenção de financiarem suas atividades.

Tal fato pode ser verificado em estudo realizado pelo Banco Mundial no ano de 2005, cujo objeto de análise foi justamente os padrões de financiamento das empresas no Brasil. Concluiu-se que, em média, 55% do total de financiamento provieram da reserva de lucros, independentemente do porte da empresa e que, somada ao empréstimo bancário e crédito de fornecedores, representava 80% do total das fontes de financiamento⁴⁹.

Ato contínuo, conforme evidenciado também pela pesquisa do Banco Mundial, o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), em exame acerca do financiamento de longo prazo no Brasil [2013], inferiu que grande parte do financiamento bancário a empresas é proveniente de bancos públicos, em especial do BNDES, responsável por quase 21% desse total no ano de 2011⁵⁰, em consequência das taxas de juros mais baixas se comparadas as dos bancos privados.

⁴⁷ Conforme esclarece EIZIRIK, a atuação da instituição financeira como *underwriter*, ou seja, lançadora de valores mobiliários no mercado primário, não se confunde com seu papel de tomadora e fornecedora de recursos. O primeiro caso não importa em intermediação financeira, mas participação no processo de colocação pública de títulos. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 9).

⁴⁸ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019. p. 234.

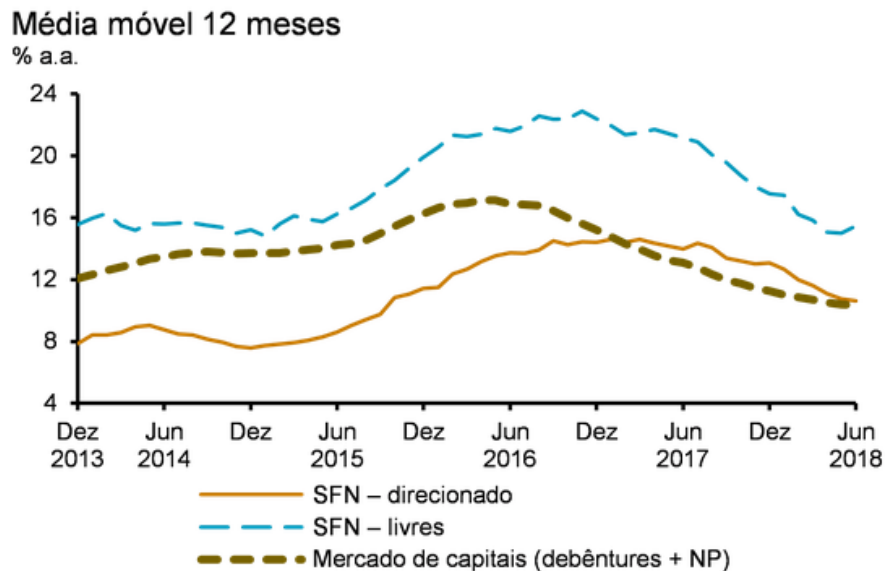
⁴⁹ KUMAR, Anjali; FRANCISCO, Manuela. Enterprise Size, Financing Patterns, and Credit Constraints in Brazil: Analysis of Data from the Investment Climate Assessment Survey. Washington, D.C.: *World Bank Working Paper No. 49*, 2005, apud KIRSCHBAUM, Deborah. *A Recuperação Judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 213 f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 78.

⁵⁰ TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira da. Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação. *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*, Rio de Janeiro, 2013. p. 27. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1843.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2019.

Todavia, a partir de 2017, segundo aponta pesquisa efetuada pelo Banco Central, houve recuo das operações com financiamento dos bancos públicos [BNDES] e privados, ao tempo que a obtenção de recursos via mercado de capitais apresentou uma crescente⁵¹ relacionada ao aumento das emissões de valores mobiliários, tais como ações, debêntures e notas promissórias, compensando a redução do crédito bancário⁵².

Esse quadro está associado aos custos do financiamento, posto que as empresas arcaram com taxas médias de juros mais baixas ou equivalentes às cobradas pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN)⁵³:

Gráfico 1 – Custo de captação das empresas que se financiaram no mercado de capitais



Fonte: Banco Central do Brasil.

Dessa maneira, partindo do crescimento acima analisado e da premissa de que as empresas em recuperação judicial necessitam urgentemente de recursos para continuação de suas atividades e, até mesmo, para arcarem com as custas e despesas processuais, forçoso esmiuçar a respeito das principais formas de financiamento das atividades empresariais no

⁵¹ Banco Central do Brasil. Evolução recente do crédito no segmento de pessoas jurídicas. *Relatório de Inflação*. Brasília, p. 40-42. dez. 2017. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/boxrelatoriosinf/RI201712B5P-ri201712b5p.pdf>>. Acesso em: 19 ago. 2019.

⁵² Idem. Financiamento junto ao mercado de capitais e ao setor externo e estoque de endividamento das empresas. *Relatório de Inflação*. Brasília, p. 48-51. mar. 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/boxrelatoriosinf/RI201803B6P-ri201803b6p.pdf>>. Acesso em: 19 ago. 2019.

⁵³ Idem. Custo do financiamento às pessoas jurídicas. *Relatório de Inflação*. Brasília, p. 34-38. set. 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/boxrelatoriosinf/RI201809B3P-ri201809b3p.pdf>>. Acesso em: 19 ago. 2019.

âmbito do mercado de capitais.

2.3.1 Emissão de títulos de dívida

Em primeiro lugar, de acordo com o informado na introdução, os títulos de dívida relacionados ao mercado imobiliário e do agronegócio, tais como Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) não serão explorados, vez que pertencentes a setores específicos, que demandam um estudo mais singular, indo de encontro à proposta do presente trabalho, de caráter abrangente, a fim de englobar o maior número de empresas viáveis em crise.

Pois bem, a emissão de títulos de dívida, tais como notas comerciais e debêntures, visa, a princípio, o financiamento de médio e/ou longo prazos a custos mais reduzidos se comparados ao financiamento bancário (ver 3.3).

Como dito anteriormente, as sociedades limitadas e por ações, estas abertas ou fechadas, poderão obter recursos através da distribuição de notas comerciais por meio de oferta pública [Instrução CVM nº 566/2015] ou pública com esforços restritos [Instrução CVM nº 476/2009] e, neste caso, independente de registro junto a CVM, nos termos do artigo 6º da referida Instrução.

Consoante a interpretação da CVM, “nota promissória, ou *commercial paper*, é um título de crédito que representa uma promessa de pagamento do emissor [devedor] a determinado favorecido [credor], de certo valor em certa data”⁵⁴. Embora seja título de curto prazo [resgate de até 360 dias], é interessante sua emissão por empresa em recuperação judicial antes mesmo da elaboração do plano, com o propósito de obter capital de giro para preservar sua atividade.

Isso porque, considerando que muitas empresas ajuízam o pedido de recuperação com bens onerados, esse valor mobiliário somente poderá circular com cláusula “sem garantia”, com fulcro no artigo 4º da Instrução CVM nº 566/2015, apesar do maior risco ao investidor.

Ademais, sem intermediação bancária, o custo financeiro será reduzido, especialmente as emissões realizadas por intermédio de oferta pública de esforços restritos, as quais não

⁵⁴ Comissão de Valores Mobiliários. *Mercado de Valores Mobiliários Brasileiros*. 3. ed. Rio de Janeiro, 2014. p. 78.

possuem despesas com registros, tornando-se uma alternativa de captação, conhecida como “financiamento-ponte”, apta a viabilizar um financiamento de longo prazo.

A despeito das vantagens apresentadas, os emissores desse valor mobiliário, ainda que com esforços restritos de colocação, deverão prestar informações financeiras, contábeis e sobre os negócios da empresa, permitindo a avaliação dos riscos pelos investidores, situação mitigada pela já necessidade de apresentação dessas informações na petição inicial do pedido de recuperação [artigo 51 da LREF].

Resta, portanto, tratar das debêntures. Consideradas valores mobiliários pelo artigo 2º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, representam título de dívida da sociedade por ações emissora, de médio e longo prazo, e conferem aos seus detentores [debenturistas] direitos de crédito contra a companhia, nas condições constantes da escritura de emissão⁵⁵ e, se houver, do certificado, nos termos do artigo 52 da Lei das Sociedades Anônimas (LSA) nº 6.404/76.

Assim como as notas comerciais, destinam-se ao financiamento ou gerenciamento de dívida e dependem do adimplemento do emitente, mas não podem ser emitidas por sociedades limitadas [atenção a ressalva da nota 41], admitindo-se sua distribuição de forma nominativa ou escritural⁵⁶, privada ou pública, por companhias abertas ou fechadas, subdivididas em séries formadas por debêntures de mesmas características, observadas as instruções da CVM, notadamente quanto à oferta pública comum ou a realizada com esforços restritos de colocação [página 33].

Para a emissão pública de debêntures no mercado de valores mobiliários, exige-se a intervenção de agente fiduciário⁵⁷, que deve ser pessoa natural ou instituição financeira autorizada pelo Banco Central [artigos 61, §1º e 66 e seguintes da LSA], responsável por defender os interesses dos debenturistas ante a companhia emissora, especialmente em caso de descumprimento dos termos da escritura de emissão, sendo capaz de usar quaisquer ações para tanto, como a execução de garantias e representação em processos de recuperação judicial [artigo 68 e parágrafos da LSA].

⁵⁵ A escritura de emissão, a ser devidamente registrada e elaborada, em regra, pela Assembleia Geral de Acionistas, deverá constar todas as condições para emissão e características do título, conforme artigo 59 da LSA, como as garantias, prazos de vencimento, valores, incidência de correção monetária.

⁵⁶ A debênture escritural, mais comum, é aquela mantida por instituição custodiante [depositária] autorizada pela CVM, sem emissão de certificado, ao passo que a debênture nominativa, com emissão de certificado, possui registros e controles realizados pela própria companhia emissora em livro próprio [Livro de Registro de Debêntures Nominativas], sendo facultada a contratação de instituição para tal fim.

⁵⁷ Cf. Instrução CVM nº 583/2016, a qual dispõe sobre o exercício da função de agente fiduciário.

As debêntures, no que concerne às garantias, possuem quatro espécies, previstas no artigo 58 da LSA, explicitadas por COELHO⁵⁸:

[...] a) com garantia real, em que um bem, pertencente ou não à companhia, é onerado (hipoteca de um imóvel, por exemplo); b) com garantia flutuante, que confere aos debenturistas privilégio geral sobre o ativo da companhia, pelo qual terão preferência sobre os credores quirografários em caso de falência da companhia emissora; c) quirografária, cujo titular concorre com os demais credores sem garantia integrantes da massa falida; d) subordinada (ou subquirografária), em que o titular tem preferência apenas sobre os acionistas, em caso de falência da sociedade emissora.

Além disso, é permitida a emissão desse título de dívida com cláusula de conversibilidade em ações [artigo 57 da LSA], porém, como também informado na introdução, não serão debatidas as hipóteses de participação societária neste trabalho.

Pode-se notar que, com o objetivo de incentivar eventuais investidores, visando à compensação dos riscos relacionados à sua emissão, a LSA prevê inúmeros direitos aos debenturistas, conquanto que expressos na escritura, ao mesmo tempo que torna o título ajustável às dificuldades e necessidades da companhia emitente.

Outra forma de incentivo, inclusive, diz respeito às remunerações concedidas pelo título, quais sejam, participação nos lucros, prêmio de reembolso, taxas de juros [artigo 59, inciso VII, da LSA] ou incidência de correção monetária [artigo 59, inciso IV, da LSA].

Com efeito, as debêntures são instrumentos aptos à captação de recursos pelas empresas em recuperação judicial, permitindo o pagamento de dívidas anteriores, mediante a concessão de juros/prêmios e pagamento do valor investido em determinada data fixada, admitido o resgate antecipado, se houver previsão na escritura de emissão.

Ilustra NAJJARIAN⁵⁹:

Não há dúvida que o surgimento da dívida debenturística possa ter o condão de consolidar, aglutinar, uniformizar os pagamentos de outras dívidas anteriormente contraídas pela recuperanda, podendo, inclusive, desaparecer algumas dívidas, em face de sua incorporação ao capital social da mesma. A emissão das debêntures na recuperação judicial é forma de saneamento, ou melhor, reajuste econômico da empresa em crise.

Ainda, desde que ofertadas publicamente, as debêntures podem ser negociadas no

⁵⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Novo Manual de Direito Comercial: direito de empresa*. 30. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. p. 211.

⁵⁹ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Debêntures: existência, registro e negociação no âmbito das empresas em recuperação. In: LUCCA, Newton de; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (Coord.). *Direito Recuperacional: Aspectos teóricos e práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 330.

mercado secundário⁶⁰, no Sistema Nacional de Debêntures [balcão organizado] ou na própria bolsa de valores, plataformas que oferecem as informações do título negociado, possibilitando ao investidor receber o valor investido antes do prazo determinado na escritura. Aliás, buscando dar maior liquidez às debêntures, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), em observância à Instrução CVM nº 404/2004, elaborou documento pretendendo a padronização de escrituras de debêntures⁶¹.

Por fim, cabem aqui as mesmas observações feitas quando da análise das notas comerciais no que diz respeito à prestação de informações, atentando-se para a divulgação do Prospecto de Distribuição, nos termos da ICVM nº 400/2003, quando ofertadas publicamente, bem como aos custos de emissão, os quais são mais baixos do que os empréstimos bancários, em especial a efetuada com esforços restritos de colocação.

Acrescenta-se ao fator custo, a atual política monetária, com taxas de juros mais baixas, um incentivo às empresas que buscam refinar dívidas com menores desembolsos, não deixando de ser, contudo, um risco aos investidores⁶², vez que dependente do sucesso do negócio e, no caso, da recuperação judicial. Porém, esse risco pode ser reduzido pela criação de Sociedade de Propósito Específico (ver 3.3.2.1).

Vale ressaltar que, não obstante as vantagens acima tratadas e os custos atenuados em razão da obrigação de prestar informações também ao juízo da recuperação judicial, há despesas relacionadas à emissão pública das debêntures [registro, publicação de documentos, contratação de agente fiduciário], à intermediação financeira [comissões], dentre outras, que devem ser mensuradas pela empresa, com o intuito de não inviabilizar sua recuperação.

⁶⁰ As notas comerciais também podem ser negociadas no mercado secundário [emissão pública]. No mais, em relação às ofertas públicas com esforços restritos, cf. art. 15 da Instrução CVM nº 476/2009.

⁶¹ As debêntures padronizadas foram instituídas pela Instrução CVM nº 404/2004 e, conforme dispõe o art. 1º, parágrafo único, estabelece cláusulas objetivas de simples execução, para estimular o desenvolvimento de um mercado transparente e líquido para títulos privados de renda fixa ao custo financeiro mais adequado, propiciando uma análise simplificada e célere dos documentos e informações pela CVM.

⁶² Ensina NAJJARIAN sobre o instituto da repactuação, o qual deve estar previsto na escritura de emissão, cujo objeto é adequar as debêntures às condições vigentes no mercado, tornando-as mais atrativas aos investidores. A autora acrescenta que, por esse mecanismo, a emissora estará obrigada a recomprar os títulos dos debenturistas que discordarem das novas condições propostas. (NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Debêntures: existência, registro e negociação no âmbito das empresas em recuperação. In: LUCCA, Newton de; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (Coord.). *Direito Recuperacional: Aspectos teóricos e práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 332).

2.3.2 Securitização de Recebíveis

Mais um recurso a ser utilizado pelas empresas em recuperação judicial, a securitização de recebíveis nada mais é do que a transferência de crédito a um veículo securitizador, o qual emitirá títulos lastreados nesse ativo, possibilitando o pagamento do capital para o originador quando integralizados pelo investidor. Esse cedente, caso esteja em recuperação judicial, poderá aplicar o valor com o objetivo de preservar a empresa.

Muitas são as vantagens da securitização, em especial para recuperandas, tais como (i) a ausência de intermediação financeira e, conseqüentemente, de juros elevados, reduzindo os custos da operação⁶³; (ii) criação de capital de giro ao ceder créditos a vencer em longo prazo, transformando um ativo sem liquidez em líquido, sem aumentar seu endividamento; (iii) transferência dos riscos aos investidores, tendo em vista que eventual inadimplemento será do devedor e não do cedente do crédito e, assim, há a desnecessidade de apresentar garantia.

No que concerne aos investidores, além da proteção em relação a eventual convolação em falência da recuperanda⁶⁴, ora cedente, e da possibilidade de negociar os títulos no mercado secundário, oferecendo liquidez ao negócio, a principal vantagem, assim como para o originador, está na segregação dos riscos, ou seja, como os valores mobiliários são emitidos por um veículo securitizador, os investidores ficam protegidos da insolvência do originador/recuperanda, passando a arcar com os riscos de crédito de vários devedores.

Sobre o tema, há um termo utilizado pela doutrina, advindo do direito norte-americano, conhecido como *true sale*, isto é, a efetiva cessão dos recebíveis. Significa dizer que essas vantagens acima serão consumadas caso a cessão seja total e, portanto, sem cláusula de coobrigação, direito de regresso ou oferecimento de garantia.

Para o originador, a cessão parcial o responsabilizará por parte do adimplemento da securitização, deixando de transferir parcela dos riscos, o que poderá elevar suas dívidas e, para o investidor, a segregação do risco será menor.

Resumindo a ideia discutida, MENDES⁶⁵ ensina:

⁶³ A redução dos custos também está relacionada com o baixo risco de falência do veículo securitizador, em razão da estrutura de sua atividade, adquirindo créditos e colocando-os em circulação, sem contrair dívidas.

⁶⁴ Cf. Comentários ao art. 136, §1º, in BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo*. 13. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. p. 372-373.

⁶⁵ MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05*. 128 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 50.

Daí, via de regra, a importância de que os créditos sejam efetivamente cedidos pelo originador ao veículo securitizador: o originador deixará de tomar o risco que tomava e o investidor não se preocupará com a capacidade de pagamento do originador. Ademais, como a atividade do veículo de securitização é baseada num fluxo cíclico de capitais, em que os recursos obtidos com a emissão de valores mobiliários são empregados para o pagamento do originador e, a emissão é lastreada no pagamento dos devedores ao veículo, a possibilidade de falência destes veículos é remota. Desta feita, os investidores não terão de suportar o risco de falência que teriam se adquirissem títulos do originador diretamente.

Adicionalmente, em relação aos credores preexistentes do originador/recuperanda, no caso de convalidação da recuperação judicial em falência, se porventura a cessão de recebíveis se efetivar com cláusula de coobrigação, o credor não poderá recorrer ao valor da garantia, vez que estará em poder do investidor, situação diversa da securitização sem cláusula de coobrigação, em que não há pagamento por parte do cedente⁶⁶.

Sem embargo do acima disposto e seus efeitos, o Superior Tribunal de Justiça (STJ), em recente julgamento no REsp nº 1.726.161/SP, respaldado pela CVM e ANBIMA, que atuaram como *Amicus Curiae*, decidiu pela validade da previsão de fiança nos contratos de cessão com FIDC, pautado na diminuição do risco de inadimplência dos créditos cedidos, considerando-a um importante instrumento para o contínuo crescimento desse mercado a custos reduzidos.

No mais, é importante lembrar da importância da divulgação de informações periódicas acerca das operações de securitização, relacionadas à sua estrutura, aos créditos que deram origem aos valores mobiliários e às companhias originadora e emissora, conferindo transparência aos investidores sobre os riscos envolvidos e cientificando os devedores sobre a cessão.

Ainda assim, a securitização apresenta alguns problemas, um deles é histórico e diz respeito ao modo como é desempenhada, como, por exemplo, na crise do *subprime* que aconteceu nos Estados Unidos em 2008. Em resumo, a securitização foi utilizada para “esconder” ativos de alto risco [hipotecas imobiliárias originadas de financiamentos concedidos aos consumidores para aquisição de imóveis] em meio a ativos de menor risco que, agrupados em uma mesma operação, impossibilitava a aferição do risco pelos investidores e demais agentes de mercado, evidenciando o problema da assimetria de informações para o mercado de capitais.

⁶⁶ MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05*. 128 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 86.

Um segundo problema, mais relacionado com a própria recuperação judicial, além das questões da coobrigação, garantia e do direito de regresso, remete-se a necessidade da recuperanda/cedente possuir créditos a receber para a realização da operação, o que não é o caso de muitas delas, uma vez que optam por ajuizar o pedido de recuperação como última providência, após já terem recorrido a empréstimos e outras medidas e, como resultado, cedido fiduciariamente bens em garantia.

Apesar disso, como o financiamento é essencial para a preservação da empresa, a securitização se mostra como meio interessante, se realizada com o cuidado devido para não configurar qualquer tipo de fraude, inclusive à execução e contra credores, situação a ser examinada pelos envolvidos no processo recuperacional. No Brasil, os principais veículos securitizadores são as Sociedades de Propósito Específico (SPE) e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs).

2.3.2.1 A constituição de Sociedade de Propósito Específico

Nos termos do artigo 50, inciso XVI da LREF, a constituição de sociedade de propósito específico é meio de recuperação judicial. O propósito único de sua criação, como visto, é a separação do patrimônio da empresa originadora, no caso, a devedora no processo recuperacional, por intermédio da aquisição de créditos vincendos, os quais serão seu único ativo, a fim de emitir valores mobiliários no mercado, lastreados nesses recebíveis da recuperanda, de forma privada ou pública.

Os recursos captados pela SPE com a emissão dos títulos, habitualmente debêntures (em 3.3.1), provêm da subscrição pública⁶⁷ e posterior integralização pelos investidores e são utilizados para pagamento do cedente, ao passo que a amortização e resgate dos valores mobiliários estarão sujeitos ao pagamento pelos devedores do originador, do respectivo crédito cedido⁶⁸, evitando o endividamento da sociedade, logo, dificultando sua falência, conforme já explicitado.

A SPE não é considerada um tipo societário e, portanto, admite-se a adoção de qualquer forma prevista, comumente a sociedade limitada ou sociedade por ações, porém, em

⁶⁷ Art. 82 da Lei nº 6.404/76: “A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira”.

⁶⁸ Nesse sentido, cf. Resolução CMN/Bacen nº 2.686/2000, que dispõe sobre a cessão de créditos aos veículos securitizadores.

virtude da sua finalidade para a empresa em recuperação judicial, a de adjudicação de ativos, a última opção é a mais indicada, porquanto o acesso amplo ao mercado de capitais depende da constituição de companhia aberta (ver 3.2).

Dessa forma, a constituição e funcionamento da SPE na forma de sociedade por ações deverá obedecer às regras previstas na LSA [Lei nº 6.404/76], o prazo de duração deverá ser determinado e corresponderá ao cumprimento do propósito específico que deu origem à sua criação como, por exemplo, o resgate de debêntures emitidas para captação de recursos.

Vale destacar que, conforme esclarecido ao tratar do processo de securitização, os recebíveis segregados da recuperanda não estarão, em tese, comprometidos em eventual convalidação da recuperação em falência, posto que sequer se submetem à recuperação judicial.

2.3.2.2 O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

A securitização também pode se utilizar do fundo de investimento em direitos creditórios, cuja constituição foi autorizada pela Resolução nº 2.907/2001 do CMN/Bacen, passando a ser regulamentado pela Instrução CVM nº 356/2001 e, subsidiariamente, pela Instrução CVM nº 555/2014.

O FIDC, diferentemente da SPE, que é dotada de personalidade jurídica, representa “uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”⁶⁹, tais como debêntures, notas promissórias ou outros valores mobiliários devidamente registrados e autorizados pela CVM. O condomínio é formado pelos cotistas do fundo.

Igualmente quanto aos ativos, o próprio fundo deve ser registrado na CVM, agência responsável por fiscalizá-lo, após sua constituição pelo administrador⁷⁰. O pedido deverá ser instruído com os documentos mencionados no artigo 8º da ICVM nº 555/2014, dentre eles, o regulamento do fundo, que regerá seu funcionamento, as políticas de investimento, condições de integralização, amortização e resgate das cotas [artigo 44 da ICVM nº 555/2014], bem como

⁶⁹ Art. 3º da Instrução CVM nº 555/2014. Quanto aos seus deveres, Cf. arts. 34 da ICVM nº 356/2001 e 90 da ICVM nº 555/2014. Quanto às vedações aos administradores, Cf. arts. 35 e 36 da ICVM nº 356/2001 e 89 da ICVM nº 555/2014.

⁷⁰ Art. 78, §1º da ICVM nº 555/2014: “Podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e instrução específica”. Cumpre esclarecer que a instituição administradora poderá contratar serviços de terceiro para gestão da carteira de valores mobiliários do fundo, conforme art. 2º, XXX, da ICVM 555/2014.

seu respectivo registro em cartório de títulos e documentos e a inscrição do fundo no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ).

Esse fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto ou fechado. De acordo com o artigo 4º da ICVM nº 555/2014, é admitido, no fundo aberto, o resgate das cotas pelos cotistas a qualquer tempo, observado o previsto no regulamento, ao passo que, no fundo fechado, as cotas só podem ser resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou do encerramento de cada série ou classe de cotas.

Assim, como dito, o patrimônio do fundo é dividido em cotas, calculadas diariamente⁷¹, as quais são divididas em cotas seniores e subordinadas. As primeiras não se subordinam às demais para efeito de amortização e resgate, conforme artigo 2º, inciso XI, da ICVM nº 356/2001, possuindo prioridade e podendo ser subdividas em séries nos fundos fechados [inciso XIII], enquanto as segundas, nos termos do inciso XII, se subordinam às demais para tal efeito, logo, só podem ser resgatadas após os resgates das cotas seniores.

Destaca-se que as cotas de fundo aberto não podem ser cedidas ou transferidas, salvo nas hipóteses previstas no artigo 13 da ICVM nº 555/2014, como em caso de decisão judicial ou arbitral. Em contrapartida, as cotas de fundo fechado podem ser transferidas por meio de instrumento de cessão e transferência, assinado entre as partes envolvidas, ou mediante negociação no mercado secundário [artigo 14 da referida Instrução], dependendo de prévio registro na CVM para distribuição.

Assim, a distribuição de cotas de FIDC fechado sob a forma pública, destinada exclusivamente a investidores qualificados [artigo 3º, inciso II, da ICVM nº 356/2001]⁷², deve ser registrada na CVM, nos termos da ICVM nº 400/2003⁷³ e, nessa situação, o registro de distribuição é concedido automaticamente, desde que o administrador do fundo proceda ao envio dos documentos descritos nos artigos 20, §1º da ICVM nº 356/2001 e 22 da ICVM nº

⁷¹ Art. 11, §1º da ICVM nº 555/2014: “O valor da cota do dia é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, apurados, ambos, no encerramento do dia, assim entendido, para os efeitos desta Instrução, como o horário de fechamento dos mercados em que o fundo atue”.

⁷² O art. 9º-B da Instrução CVM nº 554/2014 classifica os investidores qualificados como (i) investidores profissionais (ver nota 42); (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (iii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (iv) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

⁷³ Art. 20 da ICVM nº 356/2001 e 21 da ICVM nº 555/2014.

555/2014 à CVM.

Por outro lado, a distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM⁷⁴, mas deve, assim como no fundo fechado, ser realizada por instituição habilitada contratada pelo administrador do fundo.

Do mesmo modo que os demais veículos securitizadores, o FIDC deve ser auditado anualmente por auditor independente registrado na CVM, responsável por verificar a contabilidade, utilização dos recursos e as demonstrações financeiras do fundo⁷⁵, levantadas ao término de cada exercício social [um ano], conforme artigo 62 da ICVM nº 555/2014, propiciando uma melhor avaliação dos riscos do investimento, sem prejuízo da respectiva classificação por uma agência especializada [agência de *rating*].

Cada FIDC possui prazo de duração definido no regulamento, mas pode ser liquidado antecipadamente por deliberação da assembleia geral de cotistas ou por determinação da CVM, nos casos de descumprimento dos prazos previstos para aquisição de patrimônio líquido mínimo [fundo aberto] ou do prazo conferido aos fundos fechados para subscrição de todas as cotas distribuídas⁷⁶. Nessas condições, a CVM poderá prorrogá-los por igual período, desde que a solicitação pelo administrador do fundo seja fundamentada⁷⁷.

Acrescenta-se a isso que pelo menos 50% do patrimônio líquido do fundo deve ser composto por direitos creditórios⁷⁸, padronizados ou não-padronizados, sendo que o saldo remanescente poderá ser aplicado em títulos de emissão do Tesouro Nacional, Banco Central do Brasil e demais títulos previstos no §1º do artigo 40 da ICVM 356/2001⁷⁹.

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizado (FIDC-NP) está regulamentado pela Instrução CVM nº 444/2006, mas sua constituição e registro seguem a regra do FIDC regido pela ICVM nº 356/2001, observado o disposto no artigo 7º da ICVM nº 444/2006, notadamente quanto à necessidade de parecer de advogado sobre a constituição e cessão dos recebíveis.

A principal diferença entre os dois fundos diz respeito aos direitos creditórios que os

⁷⁴ Art. 21 da ICVM nº 356/2001 e 18 da ICVM nº 555/2014.

⁷⁵ Art. 44 da ICVM nº 356/2001 e 65 da ICVM nº 555/2014.

⁷⁶ Art. 9º da ICVM nº 356/2001.

⁷⁷ Art. 9º, §2º da ICVM nº 356/2001.

⁷⁸ Art. 40 da ICVM nº 356/2001.

⁷⁹ Atenção ao disposto no art. 40-A da ICVM nº 356/2001, o qual limita a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo à aquisição de direitos creditórios de um mesmo devedor, cujo patamar poderá ser elevado nas exceções previstas no §1º do mesmo artigo.

compõem. No caso do FIDC-NP, os §§1º e 2º do artigo 1º da ICVM nº 444/2006⁸⁰ permitem a aquisição, em qualquer percentual, de determinados direitos creditórios, tais como os originados de empresas em recuperação judicial.

Relativamente aos créditos das empresas em recuperação judicial, existia discussão sobre sua origem, isto é, se os direitos creditórios não-padronizados diziam respeito aos créditos cedidos ou devidos pelas recuperandas. Com o intuito de esclarecer a questão, em decisão final do Colegiado da CVM, restou consignado que configuram créditos não-padronizados os devidos pela empresa em recuperação judicial, bem como aqueles com cláusula de coobrigação da empresa cedente⁸¹.

Com isso, abriu-se margem para que FIDCs padronizados adquiram os direitos creditórios cedidos pelas empresas em recuperação judicial, o que é uma vantagem se considerar que os FIDCs não-padronizados têm algumas restrições como, por exemplo, a acessibilidade das cotas apenas aos investidores profissionais (ver nota 42), conforme prevê o art. 4º da ICVM nº 444/2006.

Nesse sentido, o patrimônio do FIDC será composto pelos créditos cedidos pela recuperanda, livres e desonerados, a preço de mercado, para não fraudar credores, mas com certo deságio [taxa de desconto], ou por ações das SPEs. Lastreado nesses recebíveis, o fundo emite valores mobiliários, gerando recursos [cotas subscritas] a ser repassados para a empresa originadora.

Ademais, os credores poderão adquirir cotas do fundo constituído, substituindo os créditos que possuem contra a recuperanda e, eventualmente, negociá-las em mercado secundário com os investidores qualificados, quando devidamente registradas na CVM,

⁸⁰ “§1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: (i) que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo; (ii) decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; (iii) que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco; (v) originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; (vi) de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e (vii) de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001”.

“§2º Será igualmente considerado Não-Padronizado: (i) o FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento exposto a ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco; ou (ii) o Fundo de Investimento em Cotas de FIDC que realize aplicações em cotas de FIDC-NP”.

⁸¹ Para análise da decisão integral, Cf. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº 19957.004284/2016-16. *Decisão do Colegiado*. Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160906_R2/20160906_D0301.html>. Acesso em: 23 ago. 2019.

promovendo liquidez ao anterior crédito ilíquido da recuperação judicial, bem como limitando os riscos de crédito mediante a diversificação de ativos e o afastamento do risco de insolvência da empresa em caso de convocação da recuperação em falência.

Os devedores originais da recuperanda, a partir do momento que efetuarem o pagamento diretamente ao fundo [artigo 40, §4º da ICVM nº 356/2001], oportunizará a amortização e resgate das cotas pelos investidores. Em caso de inadimplência, o FIDC poderá efetivar a cobrança diretamente, seja extrajudicialmente ou judicialmente [artigo 39, inciso IV, da referida Instrução].

Frisa-se que as instituições administradoras dos fundos devem promover ampla divulgação de informações aos cotistas, eventuais investidores e à própria CVM a respeito das atividades dos fundos, do valor da cota, disponibilizando-os, inclusive, em sua sede, visando dar maior transparência às operações⁸².

No tocante aos custos para constituição e manutenção do FIDC, comparados às SPEs, são mais reduzidos⁸³, em especial quanto aos encargos fiscais, uma vez que não são dotados de personalidade jurídica e, portanto, são isentos do pagamento do PIS/COFINS e Contribuição Social [CSLL]. Igualmente, não há a incidência de imposto de renda sob os rendimentos auferidos pela carteira do fundo⁸⁴.

Sintetizando as vantagens da constituição de fundo de investimento, Jairo Saddi⁸⁵ acentua:

Com o objetivo de maximizar os retornos e reduzir os custos, os agentes econômicos optam por uma atuação em bloco; a gestão de indivíduos especializados e as vantagens obtidas pela movimentação de um grande volume de dinheiro possibilitam melhores condições para uma diversificação maior dos riscos e a eventual maximização dos resultados. Os fundos colocam-se como boa opção de investimento, não somente para minimizar a assimetria de informações, como também, e principalmente, em razão da necessária especialização (por exemplo, para aqueles que não dispõem de tempo para isso).

Ainda assim, os custos administrativo e financeiro para manutenção do fundo podem obstar a prática por muitas empresas em recuperação judicial, isso porque o artigo 132 da ICVM

⁸² Cf. Art. 45 da ICVM nº 356/2001 e Capítulo VI da ICVM nº 555/2014.

⁸³ Ao contrário das SPEs, o registro de distribuição de cotas é concedido automaticamente através da apresentação dos documentos necessários, como visto anteriormente, admitindo-se o acesso das companhias fechadas, logo, sem necessidade de abertura de capital.

⁸⁴ Cf. art. 14, inciso I da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 1.585/2015.

⁸⁵ SADDI, Jairo. *Uma lei única para os fundos de investimento*. 2005. Disponível em: <<http://www.cartaforense.com.br/conteudo/colunas/os-fundos-assemelham-se-ao-modelo-germanico-de-condominio-em-que-a-pessoa-e-proprietaria- apenas-de-sua-parcela-ideal---e-nao-da-totalidade-da-coisa---agrupada-por-mera-conveniencia-economica/92>>. Acesso em: 23 ago. 2019.

nº 555/2014 apresenta um rol exaustivo de encargos do fundo, por exemplo, despesas com registro de documentos, liquidação, registro e custódia de operações, honorários do auditor independente, taxa de administração, etc., devendo ser previamente mensurados pela empresa.

Por fim, a título de curiosidade, passou a vigorar, a partir de maio de 2019, o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros⁸⁶, norma de autorregulação que engloba o FIDC [anexo II do Código], aplicável às instituições filiadas, cujo objetivo é estabelecer princípios e regras para promover a manutenção dos padrões éticos no mercado financeiro e de capitais, a concorrência leal, a padronização dos procedimentos, a maior qualidade e disponibilidade de informações e promoção das melhores práticas de mercado, aprofundando a regulação vigente, a fim de dar maior segurança aos agentes de mercado⁸⁷.

2.4 LEGISLAÇÃO E O FINANCIAMENTO EXTRA-CONCURSAL

Consoante ao exaustivamente exposto neste trabalho, em que pese a LREF adotar mecanismos para o incremento do financiamento à empresa em recuperação judicial, sua condição evidencia seus problemas de capital, aumentando as incertezas e os riscos para os financiadores sobre sua solvabilidade à medida que necessita de recursos urgentes para preservar sua atividade.

Com efeito, para viabilizar a continuidade das atividades da empresa e a elaboração de um plano de recuperação conciso, a LRE prevê, logo em seu artigo 6º, a suspensão das ações e execuções contra a recuperanda pelo prazo de 180 (cento e oitenta) dias, a contar do deferimento do processamento da recuperação, porém, é notório que a solução dada pela Lei, ainda que benéfica, não costuma ser eficiente por si só para a sua preservação, sendo imprescindível a captação de recursos financeiros antes mesmo da aprovação do plano de recuperação judicial (em 3.3).

Salienta-se que os artigos 27, inciso II, “c” e 66 da LREF dispõem sobre a submissão à autorização judicial das práticas de alienação e prestação de garantia sobre ativo permanente, bem como no caso de afastamento do devedor. Nesse sentido, as hipóteses analisadas em tópico

⁸⁶ Para maiores informações, Cf. ANBIMA, Associação Brasileira dos Mercados Financeiro e de Capitais. *Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas Para Administração de Recursos de Terceiros*. Rio de Janeiro, 2019.

⁸⁷ Não obstante a iniciativa, o Código ANBIMA não se sobrepõe às regulações da CVM e demais órgãos fiscalizadores, prevalecendo estas em detrimento daquele em eventual contradição.

anterior (3.3), envolvendo os recebíveis da empresa em recuperação, constituem ativo circulante, admitindo-se, assim, sua negociação livremente⁸⁸, após manifestação do administrador judicial⁸⁹.

A Lei de Recuperação de Empresas e Falência foi editada tendo como guia o *Chapter 11 do Bankruptcy Code* norte-americano, notadamente quanto à captação de dinheiro novo pelas empresas em crise, cujo instrumento naquele país é o *debtor-in-possession financing*, conhecido como *DIP Financing*.

Nada obstante, a Lei nº 11.101/05 deixou de estabelecer regras previstas naquele Código, sobretudo relacionadas ao processo de financiamento extraconcursal. A respeito do tema, KIRSCHBAUM⁹⁰ leciona:

A LRE deixa escapar, ou deixa de dar tratamento adequado a três graves situações: (i) não capta a diferença entre a destinação de recursos a usos associados a curso ordinário e a destinação a curso extraordinário; (ii) supõe que os bens ou direitos classificados na conta de ativo permanente sejam mais valiosos do que os ativos classificados em outras contas; (iii) não distingue entre ativos constituídos anteriormente e os constituídos posteriormente ao ingresso da empresa no processo de recuperação judicial [...]

Uma primeira questão levantada, passível de debate doutrinário e jurisprudencial, está associada ao termo “durante a recuperação judicial” expresso no artigo 67 da LREF. O STJ, no REsp 1.368.550/SP, ratificando o entendimento firmando pelo REsp 1.399.853/SC, entendeu que a expressão “abrange o período compreendido entre a data em que se *defere o processamento da recuperação judicial e a decretação da falência*, interpretação que melhor harmoniza a norma legal com as demais disposições da lei de regência”⁹¹. (grifo nosso)

A *contrario sensu*, doutrinadores como BEZERRA FILHO⁹² e SACRAMONE⁹³ defendem a posição de que os créditos extraconcursais compreendem os contraídos a partir da

⁸⁸ Ainda que livre, existem créditos que não podem ser objeto de cessão, tais como os decorrentes de ação de alimentos, créditos salariais, herança de pessoa viva.

⁸⁹ Entendimento exarado em outros julgados, Cf. Agravo de Instrumento nº 2076684-05.2018.8.26.0100; Relator (a): Desembargador Fortes Barbosa; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo; Foro de São José dos Campos – 5ª Vara Cível; Data do Julgamento: 04/06/2018; Data de Registro: 20/07/2018.

⁹⁰ KIRSCHBAUM, Deborah. *A Recuperação Judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 213 f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 134-135.

⁹¹ Recurso Especial nº 1.368.550/SP; Relator (a): Ministro Luis Felipe Salomão; Órgão Julgador: Quarta Turma do Superior Tribunal de Justiça; Data do Julgamento: 04/10/2016; Data de Registro: 23/11/2016.

⁹² BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo*. 13. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. p. 234

⁹³ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 288.

distribuição do pedido de recuperação judicial, interpretando tal expressão conjuntamente com o artigo 49 do mesmo diploma legal, entendimento que melhor se coaduna com os objetivos da recuperação de empresas, em especial a manutenção das atividades com a busca de financiamento o mais urgente possível, sem submetê-lo aos efeitos do processo, sequer ao prazo de suspensão de 180 (cento e oitenta) dias.

Ainda acerca do mesmo artigo 67, na linha de raciocínio da autora KIRSCHBAUM⁹⁴, há omissão a respeito da destinação dos créditos extraconcursais, isto é, se voltados aos custos e despesas da empresa [curso ordinário] ou à ampliação de investimentos [curso extraordinário]. Referido esclarecimento é importante, uma vez que se eventual operação de financiamento não se destinar à preservação da empresa, mas, em contrapartida, comprometer o pagamento de outros credores, estará apta à invalidação⁹⁵.

MUNHOZ⁹⁶, sobre o assunto:

[...] é preciso cuidar para que não se torne veículo para fraudes ou abusos por parte do devedor que, por meio da assunção de novas obrigações, pode modificar a ordem de preferência dos créditos. [...] o que torna imprescindível a rigorosa fiscalização dos atos assim praticados pelo devedor, especialmente por parte do administrador judicial e do comitê de credores, órgãos a quem incumbe esse papel. Tal fiscalização é relevante porque o devedor é livre para assumir obrigações na fase de recuperação, salvo se tais obrigações implicarem a oneração de bens de seu ativo permanente, [...]

Ressalta-se que o PL nº 10.220/2018, pretendendo corrigir as omissões supracitadas, prevê, no mencionado artigo, que serão considerados extraconcursais os créditos decorrentes de obrigações assumidas após a distribuição do pedido de recuperação, além de constar expressamente somente aqueles destinados ao curso ordinário dos negócios da recuperanda.

Outro benefício ao financiamento extraconcursal, o parágrafo único do mesmo artigo procurou encorajar o fornecimento de bens e serviços pelos “credores parceiros” durante a recuperação judicial⁹⁷, notadamente os quirografários, prevendo-lhes tratamento diferenciado,

⁹⁴ KIRSCHBAUM, Deborah. *A Recuperação Judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 213 f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 146-148.

⁹⁵ O devedor ou seus administradores poderão ser afastados da condução da atividade empresarial se constatada a prática de operações prejudiciais à continuidade da empresa, nos termos do art. 64, IV, “c” da LREF.

⁹⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Comentários ao art. 67. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005*. 2. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 317.

⁹⁷ A jurisprudência vem admitindo o tratamento diferenciado aos credores que oferecem condições para o soerguimento da empresa, sem que isso configure violação ao princípio da “*par conditio creditorum*”, conquanto que previsto e devidamente justificado no plano de recuperação judicial, bem como que não prejudique os demais credores. Cf. Recurso Especial nº 1.634.844/SP; Relator (a): Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva; Órgão Julgador: Terceira Turma do Superior Tribunal de Justiça; Data do Julgamento: 12/03/2019; Data de Registro: 15/03/2019.

que passarão, em caso de falência, a categoria de credores com privilégio geral no tocante aos créditos concedidos durante à recuperação.

Todavia, ambos os incentivos podem não ser satisfatórios o bastante para convencer financiadores a arcarem com os riscos do negócio, pois segundo a ordem de pagamento estabelecida nos artigos 83 e 84 da LREF, no caso de convocação da recuperação judicial em falência, o financiamento extraconcursal somente será pago após os demais créditos extraconcursais [artigo 84, inciso V], como a remuneração do administrador judicial [inciso I] e as custas judiciais dos processos em que a massa falida tenha sido vencida [inciso IV], sem prejuízo dos créditos prioritários dispostos nos artigos 150 e 151 da LREF.

Somente em seguida serão efetuados os pagamentos dos créditos concursais [artigo 83], na ordem ali fixada e, por essa razão, a reclassificação do crédito aos credores quirografários admitida no parágrafo único do artigo 67 não configura estímulo suficiente aos fornecedores⁹⁸.

Por conseguinte, na busca pelo aprimoramento da norma relativa aos financiamentos extraconcursais, o PL nº 10.220/2018, no parágrafo único do artigo 67, deixa de limitar o tratamento diferenciado aos credores quirografários, competindo ao plano de recuperação judicial contemplar sobre o assunto. Integra o projeto de lei, ainda, as mudanças relacionadas à ordem de pagamento dos créditos extraconcursais, ficando os valores referentes aos financiamentos atrás apenas dos créditos prioritários [artigos 150 e 151 da LREF], o que aumenta as vantagens para adoção dessa prática.

No mais, o projeto acrescenta uma seção destinada a regulamentar o financiamento durante a recuperação judicial [Seção IV-A], que compreende os artigos 69-A até 69-I, denominada “Do financiamento do devedor e do grupo devedor durante a recuperação judicial”. Dentre as alterações, corrige omissão da lei vigente no que diz respeito aos critérios para aprovação da proposta, a qual deverá se submeter à deliberação da assembleia geral de credores.

Por fim, KIRSCHBAUM⁹⁹ levanta a questão da análise prévia apenas das propostas firmadas com ativos permanentes, restando os demais ativos livres para negociação. Para a

⁹⁸ Para melhor visualização da ordem de pagamento, Cf. NEGRÃO, Ricardo. *Curso de direito comercial e de empresa: recuperação de empresas, falência e procedimentos concursais administrativos*. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. vol. 3. p. 538.

⁹⁹ KIRSCHBAUM, Deborah. *A Recuperação Judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 213 f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 149-152.

autora, desse problema surgem outros dois: (i) essa autorização é concedida sem verificação anterior da viabilidade da empresa, a qual se efetiva apenas com a apresentação do plano de recuperação aos envolvidos, podendo prejudicar o cumprimento de obrigações com antigos credores; (ii) na ausência de ativos para dar em garantia, eventual financiador poderá compensá-la com o aumento dos juros ou outro meio garantidor, cuja proposta não passará pelo crivo dos credores preexistentes ou magistrado, podendo também comprometer os pagamentos dos créditos concursais e a continuidade das atividades.

Cumpra esclarecer que essa questão poderá ser mitigada com o advento do projeto de lei que, como visto, prevê a convocação da AGC para deliberar sobre a proposta de financiamento.

Por ora, é importante que as partes envolvidas no processo conciliem seus interesses particulares, cabendo aos eventuais financiadores a avaliação da situação de seu crédito em caso de falência da recuperanda, notadamente no tocante à ordem de pagamento e, aos credores preexistentes, a fiscalização, em conjunto com o administrador judicial e magistrado, de negociações anteriores à apresentação do plano, a fim de evitar a alienação de ativos necessários à continuidade das atividades da empresa.

Sobre as alterações previstas, a princípio, preenchem as lacunas que a lei vigente deixou, porém só o tempo dirá se serão suficientes para incentivar ainda mais o financiamento às empresas em recuperação judicial.

3 ESTUDO DE CASO: GRUPO OGX

O grupo OGX, do empresário Eike Batista, foi criado em 2007, objetivando a exploração de petróleo e de gás natural nas bacias brasileiras [Campos, Santos, Espírito Santo, Parnaíba e Pará-Maranhão], mediante a captação de recursos na casa dos bilhões. As atividades exploratórias da companhia somente se iniciaram em agosto de 2009, após a abertura de capital e posterior IPO [2008].

De 2009 a 2013 foram perfurados 145 poços e investidos aproximadamente R\$ 15 bilhões em contratações de serviços, aquisições de blocos, participações nas bacias, emitindo-se títulos de dívida no exterior para financiamento dessas atividades.

Não obstante a vultosa quantia investida, inclusive em levantamento de dados sistêmicos nas bacias, algumas delas não apresentaram resultados positivos, interferindo na receita do grupo, na queda das ações ofertadas ao público e, por conseguinte, na capacidade de cumprir as obrigações previamente assumidas, originando uma dívida de R\$ 11,2 bilhões a ser quitada.

Assim, em 30 de outubro de 2013, foi distribuído na 4ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro o pedido de recuperação judicial por quatro empresas que compõem o grupo: OGX Petróleo e Gás Participações S.A [controladora], OGX Petróleo e Gás S.A, OGX International GMBH [SPE] e OGX Austria GMBH [SPE], em observância aos requisitos do artigo 51 da LREF, cujo processo tramitou sob o nº 0377620-56.2013.8.19.0001.

A petição inicial apontou a ausência de passivos trabalhistas ou fiscais, bem como o início da reestruturação econômico-financeira do grupo [tópico “OLHANDO PARA O FUTURO”], através da redução de despesas administrativas e operacionais e o premente aumento de produção de petróleo em um novo campo, mas realçou a necessidade de obtenção de novos recursos para preservação de suas atividades. Nesse sentido, o plano de recuperação deliberou:

3.1. Concessão de Recursos Novos. Para que a OGX possa recompor o capital de giro necessário para continuidade de suas atividades e preservação de seus ativos, bem como para o desenvolvimento de seu plano de negócios, era e continua sendo essencial que a OGX obtivesse e obtenha junto aos Novos Financiadores os Recursos Novos, nos termos do Empréstimo DIP e, em função deste, dos Empréstimos Ponte e Empréstimo Adicional, com a proteção dos Artigos 67, 84 e 149 da Lei de Falências e demais disposições legais aplicáveis.

O plano de recuperação judicial foi homologado pelo juízo competente no dia 28 de

maio de 2014 e, como visto, previu, dentre outras alternativas, novas modalidades de financiamento para manutenção das atividades do grupo, como a emissão de três séries de debêntures, conversíveis em ações, em 12 de fevereiro de 2014, a serem subscritas e integralizadas nos termos do Contrato de Subscrição [cláusula 4.3.1. e seguintes do plano], sendo a primeira destinada aos credores qualificados [US\$ 125 milhões], a segunda a novos financiadores, credores ou não [US\$ 90 milhões], e a terceira aos credores concursais e extraconcursais que aderiram ao plano [US\$90 milhões].

À título de garantia, o grupo alienou e cedeu fiduciariamente os direitos creditórios provenientes da comercialização do petróleo e gás natural, de dívida pública, de litígios judiciais, entre outras garantias [cláusula 4.3.5 do plano], inclusive com autorização judicial para onerar bens do ativo permanente, como citado no plano:

2.7. Autorização para Outorga de Garantias. Em razão da necessidade de obtenção dos Recursos Novos e de forma a viabilizar a contratação do Empréstimo DIP e do Empréstimo Adicional, em 27.01.2014, o Juízo da Recuperação autorizou o Grupo OGX a onerar bens do seu ativo permanente para garantia do Empréstimo DIP, a teor dos Artigos 66 e 67 da Lei de Falências. A decisão do Juízo da Recuperação foi integralmente mantida pelo E. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, nos termos do acórdão da 14ª Câmara de Direito Privado proferido em 30.04.2014. O presente Plano também autoriza o Grupo OGX a onerar outros bens do seu ativo permanente para garantia do Empréstimo DIP e do Empréstimo Adicional, inclusive nos termos dos Contratos de Garantia DIP – 2ª e 3ª Séries, a serem compartilhadas nos termos do Contrato de Compartilhamento.

Vale ressaltar também a captação de recursos via “financiamento-ponte”, de curto prazo, a qual buscou atender as necessidades mais urgentes do grupo até a efetivação da emissão dos títulos de dívida, viabilizando o financiamento de longo prazo.

Sem prejuízo, além dos benefícios próprios da extraconcursalidade e as garantias mencionadas, o plano homologado cuidou de preencher a lacuna da LREF a respeito da destinação do dinheiro novo obtido, oferecendo maior segurança e transparência aos financiadores, segundo a cláusula 4.3.3¹⁰⁰:

Destinação dos Recursos Novos do Empréstimo DIP. Os Recursos Novos do Empréstimo DIP, foram e serão destinados ao pagamento de obrigações extraconcursais, financiamento de determinados investimentos em capital e despesas operacionais para manutenção das atividades da OGX, bem como para o pagamento de despesas relacionadas ao presente processo de Recuperação Judicial, conforme

¹⁰⁰ Para maiores informações sobre a crise e o plano do grupo OGX, Cf. DELOITTE. *OGX Óleo e Gás Participações S.A., OGX Petróleo e Gás S.A., OGX International GMBH e OGX Austria GMBH*: processo nº 0377620-56.2013.8.19.0001. Disponível em: <<https://www.administracaojudicial.deloitte.com.br/Pages/InternoInicio.aspx?idprocesso=btTvQY/5RHrD9N79caWuAw==>>. Acesso em: 02 set. 2019.

orçamento acordado expressamente previsto na Escritura de Emissão de Debêntures e no Contrato de Subscrição.

Em 02 de agosto de 2017, após longa reorganização do grupo, que culminou no afastamento do controlador Eike Batista e na diluição de participação societária dos acionistas, diante das emissões de debêntures conversíveis em ações, foi decretado o encerramento do processo pelo juízo da 4ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro, nos termos do fato relevante divulgado pela companhia, agora denominada OGpar – Óleo e Gás Participações¹⁰¹:

Rio de Janeiro, 02 de Agosto de 2017 - A Óleo e Gás Participações S.A. – Em Recuperação Judicial (Bovespa: OGXP3; OTC: OGXPY.PK) e OGX Petróleo e Gás S.A. – Em Recuperação Judicial (Bovespa: OGSA3; OTC: OXPRY.PK) (respectivamente, “OGpar” e “OGX”, e em conjunto, “Companhias”), nos termos do artigo 157, parágrafo 4º da Lei nº 6.404/76 e da Instrução CVM nº 358/02 informam aos seus acionistas e mercado em geral que foi proferida, na data de hoje, decisão do Juízo da 4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro que decreta o encerramento do processo de recuperação judicial das Companhias, da OGX Austria GmbH e da OGX International GmbH.

A partir desse breve estudo de caso, foi possível detectar a crise econômico-financeira que o artigo 47 da LREF propõe curar com o remédio da recuperação judicial, ou seja, a crise econômica passageira decorrente de um palpite equivocado nos negócios, combinada com a crise financeira relativa à falta de pontualidade para honrar compromissos, assim como a utilização eficaz de financiamentos que permitiram a recuperanda lograr êxito no processo recuperacional.

¹⁰¹ Cf. Seção de Comunicados e Fatos Relevantes da companhia, nos arquivos de 2017. (OGPAR. *Encerramento do processo de Recuperação Judicial*. 2017. Disponível em: <http://ri.ogpar.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=50118&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2017>. Acesso em: 02 set. 2019).

CONCLUSÃO

O escopo principal da Lei nº 11.101/2005 no que diz respeito à recuperação judicial é nortear as empresas economicamente viáveis na busca por sua preservação, observando o cumprimento de sua função social e prevendo um rol exemplificativo de meios para atingir esse fim.

Nessa circunstância, o crédito se mostra como seu maior aliado, especialmente no período que antecede a aprovação do plano de recuperação. Intitulados créditos extraconcursais, são historicamente provenientes do mercado financeiro, acrescidos de altas taxas de juros que podem inviabilizar a continuidade das atividades das empresas em crise.

Ressalta-se, entretanto, que esse cenário tende a mudar, como já está mudando com o aumento do acesso ao mercado de capitais, por vezes com custos menores e maiores benefícios do que o financiamento bancário. Sobre isso, as vantagens são muitas, em especial a possibilidade de obter recursos sem elevar o endividamento da recuperanda e a maior transparência da operação pela obrigatoriedade de prestar informações contínuas aos agentes de mercado e de adotar práticas de governança corporativa.

Nada obstante, é possível dizer que ainda é um mercado restrito, notadamente pela necessidade de abertura de capital das companhias que desejarem ofertar de forma pública no mercado, ampliando a possibilidade de adquirir mais recurso, ao passo que eleva os custos da operação.

Nesse contexto, no tocante às emissões de debêntures, interessante dar continuidade ao projeto de lei que possibilita às sociedades limitadas as emitirem, posto que as primeiras são consideradas o tipo societário mais registrado no país [dados do Departamento de Registro Empresarial e Integração], enquanto as segundas são o maior valor mobiliário negociado no mercado de capitais e, como consequência, essa hipótese impulsionaria o desenvolvimento da economia, bem como ampliaria os meios de recuperação dessas sociedades.

Ainda, é fundamental que se corrijam as falhas normativas relacionadas aos procedimentos adotados pela Lei pertinentes à captação de recursos, seja para conceder maiores incentivos aos financiadores, seja para esclarecer o funcionamento dessa operação no âmbito do processo recuperacional, o que parece que o projeto de lei nº 10.220/2018 em tramitação busca fazer, visando dar maior segurança jurídica à prática, a qual, por ora, é motivo de divergência jurisprudencial e doutrinária.

O estudo de caso do grupo OGX tem o propósito de ilustrar a operação, mas não é só, uma vez que serve de exemplo para as demais empresas em crise, a fim de que também se socorram do mercado de capitais.

Por tudo isso, conclui-se que, em que pese as inovações trazidas pela LREF, a maturação do mercado, do instituto recuperacional e dos operadores do direito é medida de rigor para o sucesso do procedimento e o incremento dessa prática, zelando pela preservação da empresa e sua recuperação de forma mais célere e transparente, exigindo, portanto, um esforço de todos os envolvidos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. 27. ed. rev. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2013.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. *Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas Para Administração de Recursos de Terceiros*. Rio de Janeiro, 2019.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

BAGNOLI, Vicente. *Direito Econômico e Concorrencial*. 7. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

Banco Central do Brasil. Custo do financiamento às pessoas jurídicas. *Relatório de Inflação*. Brasília, p. 34-38. set. 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/boxrelatoriosinf/RI201809B3P-ri201809b3p.pdf>>. Acesso em: 19 ago. 2019.

_____. Evolução recente do crédito no segmento de pessoas jurídicas. *Relatório de Inflação*. Brasília, p. 40-42. dez. 2017. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/boxrelatoriosinf/RI201712B5P-ri201712b5p.pdf>>. Acesso em: 19 ago. 2019.

_____. Financiamento junto ao mercado de capitais e ao setor externo e estoque de endividamento das empresas. *Relatório de Inflação*. Brasília, p. 48-51. mar. 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/boxrelatoriosinf/RI201803B6P-ri201803b6p.pdf>>. Acesso em: 19 ago. 2019.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo*. 13. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº 19957.004284/2016-16. *Decisão do Colegiado*. Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160906_R2/20160906_D0301.html>. Acesso em: 23 ago. 2019.

_____. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Brasília.

_____. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst356consolid.pdf>>. Acesso em: 23 ago. 2019.

_____. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid.pdf>>. Acesso em: 05 ago. 2019.

_____. Instrução CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst444consolid.pdf>>. Acesso em: 23 ago. 2019.

_____. Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst476consolid.pdf>>. Acesso em: 05 ago. 2019.

_____. Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst554consolid.pdf>>. Acesso em: 05 ago. 2019.

_____. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555consolid.pdf>>. Acesso em: 23 ago. 2019.

_____. Instrução CVM nº 566, de 31 de julho de 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst566consolid.pdf>>. Acesso em: 05 ago. 2019.

_____. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. *Lei da Comissão de Valores Mobiliários*. Brasília.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Lei das Sociedades Anônimas*. Brasília.

_____. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. *Lei de Recuperação de Empresas*. Brasília.

_____. Projeto de Lei nº 10.220, de 10 de maio de 2018. Brasília. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=A06A1EF3779690140FC985FEBFB5C9.proposicoesWebExterno2?codteor=1658833&filename=PL+10220/2018>. Acesso em: 18 abr. 2019.

_____. Resolução CMN nº 2.682, de 21 de dezembro de 1999. Brasília, Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2682_v2_L.pdf>. Acesso em: 22 jul. 2019.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.368.550/SP. Ministro Relator Luis Felipe Salomão.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.726.161/SP. Ministro Relator Luis Felipe Salomão.

_____. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento nº 2003223-63.2019.0000. Desembargador Relator Grava Brazil.

_____. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento nº 2076684-05.2018.8.26.0100. Desembargador Relator Fortes Barbosa.

_____. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento nº 2149662-14.2017.8.26.0000. Desembargador Relator Cesar Ciampolini.

CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

CNI, Confederação Nacional da Indústria. *Mapa Estratégico da Indústria 2018 - 2022*. Brasília: CNI, 2018.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas: Lei n. 11.101, de 9-2-2005*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

_____. *Novo Manual de Direito Comercial: direito de empresa*. 30. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

Comissão de Valores Mobiliários. *Mercado de Valores Mobiliários Brasileiros*. 3. ed. Rio de Janeiro, 2014.

COSTA, Daniel Carnio. *Reflexões sobre processos de insolvência: divisão equilibrada de ônus, superação do dualismo pendular e gestão democrática de processos*, in *Cadernos Jurídicos da Escola Paulista da Magistratura: Direito Empresarial*, São Paulo. v. 16, n. 39, p. 59-77, jan./mar. 2015.

DELOITTE. *OGX Óleo e Gás Participações S.A., OGX Petróleo e Gás S.A., OGX International GMBH e OGX Austria GMBH*: processo nº 0377620-56.2013.8.19.0001. Disponível em: <<https://www.administracaojudicial.deloitte.com.br/Pages/InternoInicio.aspx?idprocesso=btTvQY/5RHrD9N79caWuAw==>>. Acesso em: 02 set. 2019.

DEZEM, Renata Mota Maciel Madeira. A recuperação judicial e as tutelas de urgência. In: LAZZARINI, Alexandre Alves; KODAMA, Thais; CALHEIROS, Paulo (Coord.). *Recuperação de Empresas e Falência: aspectos práticos e relevantes da Lei nº 11.101/05*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 19-48.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

KIRSCHBAUM, Deborah. *A Recuperação Judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 213 f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: títulos de crédito*. 10. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2018.

MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa, empresários e sociedades*. 42. ed. rev. atual. e ampl. por Carlos Henrique Abrão. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05*. 128 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

MILANI, Mario Sergio. *Lei de recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência comentada*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Comentários ao art. 67. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005*. 2. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 317-318.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Debêntures: existência, registro e negociação no âmbito das empresas em recuperação. In: LUCCA, Newton de; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (Coord.). *Direito Recuperacional: Aspectos teóricos e práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 322-336.

NEGRÃO, Ricardo. *Curso de direito comercial e de empresa: recuperação de empresas, falência e procedimentos concursais administrativos*. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. vol. 3.

OGPAR. *Encerramento do processo de Recuperação Judicial*. 2017. Disponível em: <http://ri.ogpar.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=50118&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2017>. Acesso em: 02 set. 2019

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Direito empresarial*. 7. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Saraiva, 2018.

SADDI, Jairo. *Uma lei única para os fundos de investimento*. 2005. Disponível em: <<http://www.cartaforense.com.br/conteudo/colunas/os-fundos-assemelham-se-ao-modelo-germanico-de-condominio-em-que-a-pessoa-e-proprietaria- apenas-de-sua-parcela-ideal---e-nao-da-totalidade-da-coisa---agrupada-por-mera-conveniencia-economica/92>>. Acesso em: 23 ago. 2019.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de Empresas e Falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2017.

SILVA, Vinicius Augusto Brunassi; SAMPAIO, Joelson Oliveira; GALLUCCI NETO, Humberto. Pedidos de Recuperação Judicial no Brasil: uma explicação com variáveis econômicas. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p.429-454, set. 2018.

TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos H. (coordenadores). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 6. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2016.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. vol. 3.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira da. Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação. *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1843.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2019.

TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION DO BRASIL - TMA BRASIL (Org.) – Comitê de Soluções Financeiras. *Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial: Importância, Dificuldades e Estímulos*. mar, 2010. Disponível em: <http://www.tmabrasil.org/sites/default/files/public/2019-07/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf> Acesso em: 21 jul. 2019.