

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 32

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2023

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), António José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bon (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) – Coordenadores. Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant’Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Doutora, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestre, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, UFJF, Brasil), Fabrício de Souza Oliveira (Doutor, UFJF, Brasil), Fernanda Versiani (Doutora, UFMG, Brasil), Filipe Medon (Doutor, UERJ, Brasil), Gerson Branco (Doutor, UFRS, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Marcelo de Andrade Féres (Doutor, UFMG, Brasil), Marcelo Lauar Leite (Doutor, UFERSA, Brasil), Rafael Vieira de Andrade de Sá (Mestre, FGV-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Ricardo Villela Mafra Alves da Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Rodrigo da Guia Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Vitor Butruce (Doutor, UERJ, Brasil) e Uinie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 32 (janeiro/junho 2023)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

A VIABILIDADE DO PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL APRESENTADO POR CREDORES¹

THE FEASIBILITY OF THE JUDICIAL REORGANIZATION PLAN PRESENTED BY CREDITORS

*Marcelo Barbosa Sacramone**
*Fernando Lima Gurgel do Amaral***

Resumo: A estruturação legal do plano de recuperação judicial apresentado por credores não é medida suficiente para equiparar o poder de negociação entre credores e a recuperanda, como pretendido pela legislação, sobretudo por conta das limitações relacionadas ao seu conteúdo. Diante de sua disciplina jurídica, o plano tende a se limitar à venda de ativos e possui restrições para sua efetivação em virtude dos quóruns e prazos necessários para a sua apresentação, além de previsão de liberação dos coobrigados. Tais restrições podem inviabilizar a sua apresentação e impedirem que seja obtido o seu objetivo declarado de equilibrar as condições de negociação.

Palavras-chave: Recuperação Judicial. Plano de recuperação judicial. Apresentação por credores.

Abstract: The judicial reorganization plan presented by creditors is not a sufficient measure to equalize the power of negotiation between creditors and the recovering company, as intended by the legislation, especially due to the limitations related to its content. Due

¹ Artigo recebido em: 15.09.2022 e aprovado em: 22.09.2022.

* Professor de Direito Empresarial na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUCSP, Insper e Ibmecc-SP. Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo - USP. Advogado e parecerista. Ex-juiz de Direito da 2ª Vara de Recuperações e Falências de São Paulo. E-mail: marcelo.sacramone@sobadv.com.br

** Doutorando e Mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUCSP. Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUCRJ. Advogado em São Paulo. E-mail: fernando.lima.amaral@gmail.com

to its legal regulation, the reorganization plan tends to be limited to the sale of assets and it has limitations to its implementation arising from the quorums and deadlines necessary for its presentation, in addition to the provision for release of co-obligors. These restrictions may make its presentation unfeasible and not allow to be achieved its stated goal of balancing the negotiation conditions.

Keywords: Judicial Reorganization. Judicial Reorganization Plan. Presentation by creditors.

Sumário: Introdução. 1. Objetivo da alteração legislativa e sua inspiração no direito americano. 2. O procedimento para apresentação e requisitos do plano de recuperação judicial apresentado por credor. 3. Planos de liquidação e a viabilidade de sua apresentação por credores. Conclusão.

Introdução.

Em 24/12/2020, foi sancionado, com vetos, o Projeto de Lei de nº 4458/2020, convertido na Lei de nº 14.112/2020, o qual trouxe significativas alterações na Lei de Recuperação Judicial e Falência, a Lei de nº 11.101/05.

Dentre as diversas alterações, uma importante inovação legislativa refere-se à possibilidade de os credores, em determinadas circunstâncias, apresentarem Plano de Recuperação Judicial.

Até a recente reforma na Lei, a própria recuperanda era o único agente legitimado para a apresentação do plano de credores.

O plano alternativo apresentado por credores não apenas inova na legislação, como exige a compreensão dos objetivos pretendidos pela legislação diante de sua inspiração no direito americano. A compreensão de seus objetivos é imprescindível para a verificação se, diante do procedimento de apresentação de plano de recuperação

pelo credor da forma em que definido pela legislação, seus limites e requisitos, há efetiva viabilidade de sua apresentação e persecução aos objetivos pretendidos pela legislação.

1. Objetivo da alteração legislativa e sua inspiração no direito americano.

A Lei 14.112/2020 não possui exposição de motivos, de modo que não é uma tarefa fácil analisar quais os objetivos que se buscaram com cada alteração e inovação.

O Senador Rodrigo Pacheco, em relatório por ocasião da tramitação do PL nº 4458/20, apresentou a inovação legislativa objeto deste artigo. A intenção, conforme consta no parecer do Senador, seria solucionar “*o impasse na negociação entre credores e devedor acerca do plano de recuperação judicial*”, de modo a autorizar “*os credores a apresentarem e a aprovarem plano próprio, mesmo contra a vontade do devedor.*”²

Embora sucinto sobre o tema aqui em análise, pode-se depreender do parecer que o legislador entendeu haver uma disparidade de força na negociação entre credores e recuperanda, pois à recuperanda era atribuída exclusivamente a legitimidade para apresentar o plano de recuperação e a falência, única alternativa aos credores diante da rejeição, não permitir a recuperação dos créditos.

Na doutrina, também se cogita desta hipótese: melhores planos de recuperação poderiam ser apresentados pelos próprios devedores à votação se os credores tivessem efetiva alternativa para rejeitá-los e para submeter o devedor a um plano alternativo melhor.³

2 Parecer 165/2020. PROJETO de Lei nº 4458, de 2020. 2020. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/144510>. Acesso em: 19 set. 2021.

3 Antes mesmo da alteração legislativa, assim se defendia: “é necessário alterar a LRF para

Segundo levantamento realizado pelo Observatório da Insolvência,⁴ no Estado de São Paulo, os planos de recuperação judicial preveem, em média, pagamentos para a classe II e III, com deságios explícitos acima de 37%, e prazos de pagamento acima de 9 anos.⁵ Já no Estado do Rio de Janeiro, para a classe II e III, há deságios acima de 50% e prazo médio de pagamento de 10 anos para quirografários e 16 anos para credores com garantia real.⁶

Ainda que com essa alta taxa de deságio e longa carência, a taxa de reprovação de planos de recuperação judicial no Estado de São Paulo representou apenas 7% dos casos, conforme levantamentos realizados pelo Observatório da Insolvência.⁷ No Estado do Rio de Janeiro, o Observatório constatou que 96% dos planos de recuperação submetidos à Assembleia foram aprovados.⁸

conferir aos credores direitos e mecanismos mais eficientes em um processo de recuperação judicial. Dentre tais alterações, a prioridade seria conferir aos credores a possibilidade de apresentação de um ou mais planos alternativos ao plano do devedor em recuperação judicial após um determinado período de exclusividade, caso o devedor não tenha obtido o apoio necessário para a provar seu plano de recuperação judicial.” MARQUES, Andre Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. *In*: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia. *Recuperação Judicial. Análise comparada Brasil – Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020.

4 “O Observatório da Insolvência é uma iniciativa do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência - NEPI da PUCSP e da Associação Brasileira de Jurimetria – ABJ e tem o objetivo de levantar e analisar dados a respeito das empresas em crise que se dirigem ao Poder Judiciário para viabilizar meios de recuperação ou, em último caso, para serem liquidadas.” WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação Judicial no Estado de São Paulo – 2ª Fase do Observatório de Insolvência*. 26 abr. 2019. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3378503> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3378503>.

5 *Ibidem*.

6 Dados disponíveis em: WAISBERG, Ivo *et al.* (Org). Resultados. *Observatório da Insolvência*. 2022. Disponível em: <https://abjur.github.io/obsRJRJ/relatorio/resultados.html#negociacao>. Acesso em: 07 ago. 2022.

7 “Houve reprovação do plano pelos credores em apenas 6,0% dos processos das varas comuns e em 6,9% dos processos das especializadas.” *Ibidem*.

8 “Das que submeteram os seus planos de recuperação judicial à deliberação assemblear dos credores, 102 (ou 96,2%), tiveram seus planos de recuperação judicial aprovados.” WAISBERG,

Mas a baixa taxa de reprovação não significa concordância aos planos de recuperação e muito menos que estes seriam os melhores planos de recuperação que as recuperandas poderiam apresentar para votação. Na verdade, este dado indica somente que credores sujeitos à recuperação judicial tendem a aprovar os planos de recuperação judicial mesmo cientes de que a recuperanda poderia propor melhores condições de pagamento ou mesmo que os planos de recuperação sejam inviáveis economicamente.

A alternativa, votar contra o plano e buscar a falência, para os credores sujeitos, seria quase sempre pior do que o plano de recuperação proposto pela recuperanda,⁹ seja porque na falência há uma expectativa de minimização do valor do ativo, aumento de custos do processo, diretos e indiretos, seja ainda porque na falência existem credores prioritários na ordem de pagamento que não competiram com os credores sujeitos à recuperação judicial, como o fisco por exemplo.¹⁰ De fato, o Observatório da Insolvência, ao analisar os processos de falência no Estado de São Paulo, constatou uma baixa taxa

Ivo *et al.* (Org). Resultados. *Observatório da Insolvência*. 2022. Disponível em: <https://abjur.github.io/obsRJRJ/relatorio/resultados.html#planos>. Acesso em: 07 ago. 2022.

9 Fernanda Karoliny Nascimento Jupetipe, primeiro analisando a taxa de pagamento na falência e na sequência na recuperação judicial: “As análises mostram que os processos de falência são pouco eficazes no ressarcimento de credores. A taxa média de recuperação dos créditos, nesta pesquisa, foi de 12%, taxa superior a encontrada por Bris, Welch e Zhu (2006), de 5,9%. [...] Em relação à taxa de recuperação de credores, foi encontrado um percentual de 25% da dívida total das recuperandas desta amostra, taxa inferior a obtida por Bris, Welch e Zhu (2006) de 69%. Se comparadas essas taxas às obtidas na falência, observa-se que a recuperação é um meio mais eficaz para ressarcir credores do que a liquidação e num menor espaço de tempo – o que não necessariamente indica que as recuperações observadas foram eficientes para pagamento das dívidas.” JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento. *Custos de falência da legislação falimentar brasileira*. Orientador: Eliseu Martins. 2014. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

10 Neste sentido: SACRAMONE, Marcelo; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcos Vinicius Ramon Soares de. Recuperação Judicial como forma de Liquidação Integral dos Ativos. *R. de Dir. Empresarial – RDEmp*, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020.

recuperação de dívida na média de 6,1% e após mais de 15 anos de tramitação do processo.¹¹

Diante desse cenário, a exclusividade na apresentação do plano pela recuperanda poderá permitir que os devedores possam apresentar planos aquém daquilo que poderiam apresentar para mais adequadamente satisfazer os credores, já que a falência tende a ser evitada como alternativa a esses por não assegurar a recuperação dos créditos.

Nesta perspectiva, a possibilidade de apresentação de plano alternativo de recuperação judicial por credores tem como objetivo equalizar as forças na negociação entre as partes. Referido objetivo é consentâneo à inspiração da própria lei. Como destacado pelo Senador Rodrigo Pacheco, no relatório sobre o PL nº 4458/20, a alteração legislativa analisada é inspirada no direito americano¹², que reflete a pretensão de equilíbrio dos interesses dos diversos *stakeholders*.¹³

Nos Estados Unidos, a partir da distribuição do pedido de reorganização, iniciam-se dois prazos, que tramitam concomitante-

11 “Outra quantidade de interesse em se calcular é a taxa de recuperação da dívida. Essa taxa possui o mesmo numerador, mas considera a dívida total como denominador, obtido a partir da lista de credores apresentada. A Figura 3.17 mostra a distribuição da taxa de recuperação da dívida. A média nesse caso é de 6,1%.” WAISBERG, Ivo *et al.* (Org). Resultados. *Observatório da Insolvência*. 2022. Disponível em <https://abjur.github.io/obsFase3/relatorio/resultados.html#taxa>. Acesso em: 07 ago. 2022.

12 “O Projeto traz solução correta, prevista no Direito Norte-Americano, para o impasse na negociação entre credores e devedor acerca do plano de recuperação judicial, qual seja, autoriza os credores a apresentarem e a aprovarem plano próprio, mesmo contra a vontade do devedor, com prazo para a conclusão da deliberação em assembleia suspensa.” Parecer 165/2020. PROJETO de Lei nº 4458, de 2020. 2020. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/144510>. Acesso em: 19 set. 2021.

13 Além dos Estados Unidos, há possibilidade de apresentação de PRJ pelo credor, em determinadas circunstâncias, que normalmente envolve um período de exclusividade ou prioridade de votação do PRJ da recuperanda, também pode ser vista em outros países como Portugal e Espanha, e por vias indiretas e mais limitadas na Argentina e Alemanha. Neste sentido: CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações. O princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação Judicial e Falência*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 267-272.

mente:¹⁴ o prazo de 120 dias para o devedor apresentar o plano de pagamento e o prazo de 180 dias para referido plano ser aprovado. Trata-se do período de exclusividade, de 180 dias no total, no qual somente o devedor pode apresentar e submeter à votação um plano de pagamento.

Estes prazos eram comumente prorrogados inúmeras vezes, até que em 2005 o Congresso americano limitou as prorrogações ao máximo de 18 ou 20 meses, respectivamente. Enquanto Elizabeth Warren,¹⁵ Jeffrey Ferriell e Edward Janger¹⁶ ponderam sobre as vantagens e desvantagens de um prazo improrrogável, David Epstein relata que os planos são, na prática, apresentados muito antes dos prazos legais, seja por determinação do agente que financia a recuperanda ou, por outro lado, por falta de novos recursos, o que impossibilita à recuperanda prolongar o processo demasiadamente.¹⁷

14 “Both times are measured from the date of filing and overlap each other. During these times, no other party in interest can propose or solicit a different plan of reorganization.” WARREN, Elizabeth. *Chapter 11: reorganizing American businesses*. United States: Aspen Publishers, 2008. p. 136.

15 *Ibidem*.

16 “Creditors hope this new limitation will prevent debtors from using Chapter 11 to delay the inevitable liquidation of debtors who have no realistic hope of reorganizing. On the other hand, it may force debtors to propose plans prematurely, before the managers have had sufficient time to adjust their operations to return to profitably. Worse yet, because there is known and firm end date to the debtors period of control over the case, creditors may have an incentive to be obstructionist, or the debtor may be tempted to present a plan that is overly optimistic in order to get it approved.” FERRIEL, Jeffrey; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. United States: Carolina Academic Press, 2019. p. 722-723.

17 “Section 1121(b) grants the debtor exclusivity for the first 120 days of the case. If the debtor files its plan within that 120-day period, no other plan may be filed during the first 180 days of the case while the debtor tries to obtain creditor acceptance of its plan, section 1121(c) (3). The 120-day period to file a plan and disclosure statement may not be extended beyond 18 months, and the 180-day period to obtain acceptances may not be extended beyond 20 months, sections 1122 (d) (2). Section 1121s provisions on exclusivity are of limited practical significance. In larger cases, the debtor in possession financing agreement dictate a shorter deadline for the debtors filing a plan. In smaller case, the debtors limited financial resources dictate a shorter deadline.” EPSTEIN, David G. *Bankruptcy and related law in a nutshell*. United States: West Academic Publishing, 2017. 9th Edition. p. 320-321.

Vencido o prazo de exclusividade, os planos de recuperação apresentados pelos credores são admitidos. Em comparação aos planos de reorganização apresentados pelos devedores, nos Estados Unidos, o conteúdo dos planos apresentados por credores, segundo Elizabeth Warren,¹⁸ Jeffrey Ferriell e Edward Janger,¹⁹ preveem normalmente deságios menores, prazos mais curtos de pagamento, além de venda de ativos para fazer frente a estas melhores condições de pagamento.

A despeito da possibilidade legal, nos Estados Unidos, a apresentação de plano pela própria recuperanda continua a ser a hipótese mais frequente. Isso não significa, contudo, que a possibilidade de apresentação de plano pelos credores não tenha a sua importância. A mera possibilidade de apresentação de plano pelos credores incentivaria os devedores a negociar os melhores termos possíveis com os seus credores para que não percam o controle do seu processo de reestruturação.²⁰

18 “Creditor plan often require higher, quicker payouts or immediate liquidation of the business, particularly if the plan is proposed by a secured creditor who stands to lose little if the business is terminated.” WARREN, Elizabeth. *Chapter 11: reorganizing American businesses*. United States: Aspen Publishers, 2008. p. 136.

19 “Plans submitted by creditors frequently call for the debtors liquidation and eliminating the interest of existing stockholders.” FERRIEL, Jeffrey; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. United States: Carolina Academic Press, 2019. p. 723.

20 Neste sentido: “In practice, the ability of creditors to object to the debtor’s motion(s) to extend exclusivity, file motions to terminate exclusivity and submit competing plans of reorganization have all been important leverage points in plan negotiations, which have frequently proven helpful in fostering the development of fair and equitable plans of reorganization, and perhaps more pertinent to the case at hand, fast and successful reorganizations. Contrary to what some may expect, the right of creditors to propose plans of reorganization has not made debtor-proposed plans irrelevant. Debtor-proposed plans are still the norm in the United States, and the law protects debtors that indeed negotiate in good faith and fulfill their obligations. [...] As with the absolute priority rule, the principal consequence of the right of creditors to propose plans of reorganization has been to incentivize good faith negotiation among the parties and confirmation of consensual plans of reorganization.” COOPER, Richard J.; CESTERE, Francisco L.; SOLTMAN, Daniel J. *Insolvency reform in Brazil: an opportunity too important to squander*. *Pratts Journal of Bankruptcy Law*, Nova Iorque, p. 29-42, jan. 2018,. Disponível em: <https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/insolvency-reform-in-b>

2. O procedimento para apresentação e requisitos do plano de recuperação judicial apresentado por credor.

O procedimento de apresentação do plano de recuperação judicial pelos credores continua a exigir o cumprimento dos requisitos gerais dos planos de recuperação judicial.

A novidade que a Lei de nº 14.112/2020 trouxe consiste na possibilidade de os credores apresentarem um plano de recuperação alternativo, sem necessidade de concordância da recuperanda e sem vinculação ao plano originariamente proposto pela devedora. Basicamente, essa possibilidade se fará presente em dois momentos: (i) caso o PRJ da recuperanda seja negado na AGC sem possibilidade de *cram down* (art. 56, §4º e seguintes); ou (ii) caso transcorra o *stay period* – que, após a reforma, poderá ser estendido uma única vez (art. 6º, §4º) – sem que o plano da recuperanda tenha sido aprovado (art. 6º, §4º-A).

Nesse sentido, a recuperanda permanece com iniciativa prioritária de apresentar o plano de recuperação, ou, em outros termos, direito exclusivo de apresentar o plano dentro de determinado período. Dessa forma, o direito de apresentação de plano alternativo pelos credores passa a ser subsidiário, e somente se fará presente caso o plano da recuperanda seja negado ou não seja aprovado dentro de determinado período.

Na primeira hipótese, caso, após ter sido posto em votação o

razil-an-opportunity-too-important-to-squander. Acesso em: 01 out. 2021. Explicação semelhante pode ser encontrada no website das Cortes de Justiça Americanas: “The creditors’ right to file a competing plan provides incentive for the debtor to file a plan within the exclusivity period and acts as a check on excessive delay in the case.” Disponível em: <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>. Acesso em: 07 ago. 2022. O mesmo ponto de vista é apresentado em relação aos pedidos de recuperação judicial apresentados por credores: BLOCK-LIEB, Susan. Why creditors file so few involuntary petitions and why the number is not too small. *Brook. L. Rev.*, Brooklyn, v. 57, n. 803, p. 803-864, 1991. Disponível em: <https://brooklynworks.brooklaw.edu/blr/vol57/iss3/8>. Acesso em: 01 out. 2021.

plano em AGC, este seja rejeitado pelos credores, sem possibilidade de homologação por *cram down*, ao invés da convocação em falência, o Administrador Judicial deverá abrir votação para que os credores decidam se há interesse na concessão de prazo de 30 dias para a apresentação de plano alternativo pelos credores, o que deverá ser aprovado por mais da metade dos créditos presentes à AGC (art. 56, §§ 4º e 5º).²¹

Já na segunda hipótese, após o decurso do *stay period* sem que haja deliberação a respeito do plano da devedora, iniciar-se-á o prazo de 30 dias para os credores apresentem o plano alternativo, sem necessidade de votação para tanto.

Uma vez apresentado o plano alternativo pelos credores, independentemente da hipótese de cabimento, será dado início a um novo *stay period* de 180 dias, o qual será contado do final do *stay period* inicialmente concedido ou da realização da AGC em que o plano for rejeitado e for aprovada a apresentação do plano alternativo pelos credores, conforme for o caso (art. 6º, §4º-A, inc. II).

Em sua elaboração, deve-se atentar para os requisitos gerais exigidos a todos os planos. O plano alternativo apresentado pelos credores somente será posto em votação se preencher os requisitos previstos nos incisos I, II e III do art. 53, os quais consistem na discriminação dos meios de recuperação que serão empregados, a demonstração da viabilidade econômica da recuperanda, o laudo econômico-financeiro e o laudo de avaliação dos bens e ativos da recuperanda.

21 Sobre o quórum: “O quórum de aprovação dessa possibilidade, como não versa sobre a aprovação do plano propriamente dito, é o quórum ordinário ou não qualificado do art. 42 da Lei. A possibilidade de os credores apresentarem plano alternativo em 30 dias deverá ser aprovada por cotos favoráveis de credores que representem mais da metade do valor total dos créditos presentes à Assembleia Geral, independentemente das classes.” SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 325.

Para que o plano alternativo dos credores seja posto em votação, é necessário que este venha instruído com uma declaração de apoio por escrito dos credores que representem mais de 25% de todos os créditos sujeitos à recuperação ou, ao menos, 35% dos créditos dos credores presentes na AGC na qual se deliberou pela apresentação do plano alternativo (art. 56, §6º, inc. III).

Também importante ressaltar que o plano alternativo não poderá imputar novas obrigações aos sócios da recuperanda, não previstas em lei ou em contratos anteriormente celebrados (art. 56, §6º, inc. IV). O plano proposto por credor tampouco pode impor à recuperanda ou aos seus sócios sacrifício maior do que aquele que decorreria da liquidação na falência (art. 56, §6º, inc. VI).

O plano alternativo também deverá necessariamente isentar as garantias pessoais prestadas por pessoas naturais em relação aos créditos sujeitos à RJ (art. 56, §6º, inc. V). Portanto, todos os credores que assinarem a declaração de apoio ao plano alternativo ou daqueles que votarem favoravelmente ao plano em questão, deverão renunciar às suas garantias fidejussórias em relação aos coobrigados desde que sejam pessoas naturais. Ressalta-se não haver previsão de liberação de garantias pessoais quando o coobrigado for uma pessoa jurídica.

Essa disposição acerca da necessidade de liberação dos coobrigados pelos credores que votarem favoravelmente ao plano alternativo ou apoiarem sua apresentação é um dos pontos mais delicados da reforma, que pode desencorajar os credores a tomarem a iniciativa de apresentação do plano alternativo.

Também deve-se ressaltar que, mesmo se o plano dos credores for aprovado, tal liberação legal será oponível somente aos credores que apoiaram o plano (art. 56, §6º, inc. III) ou aos que votaram favoravelmente. Mas não será extensível aos demais credores contrários ao plano, seja porque o próprio inc. V limita os efeitos da isenção aos credores aderentes, seja porque o STJ, após idas e vindas, enten-

deu pela impossibilidade de extensão de cláusulas de liberação de coobrigados e garantias a credores não concordantes.²²

Além disso, consta ainda na reforma da Lei 11.101 que o plano alternativo apresentado pelos credores poderá prever a capitalização dos créditos, inclusive com alteração do controle da sociedade recuperanda, permitindo o exercício do direito de retirada pelo sócio da recuperanda (§7º do art. 56 da LRF).

3. Planos de liquidação e a viabilidade de sua apresentação por credores.

Na forma em que é disciplinada pela Lei 14.11/20, o plano alternativo de credores não é medida suficiente para equiparar o poder de negociação entre credores e recuperanda, como pretendido pelo legislador ou transplantado parcialmente da legislação americana. O escopo do plano proposto por credor tende a ser limitado à venda de bens, restringindo o poder de negociação entre as partes na negociação. Os quóruns para apresentação, aliados à obrigatoriedade de liberação de garantias pessoais, tende a inviabilizar a sua apresentação na maioria dos casos.

Quanto ao conteúdo, importante destacar que credores formam um grupo heterogêneo, sem relacionamento prévio. Eventualmente, os credores atuam em segmentos de mercados distintos, com interesses diversos em relação ao futuro do empresário em recuperação. Boa parte destes credores não possuem conhecimento da atividade empresarial da recuperanda, de modo que pouco provável que teriam condições de apresentar um plano de reestruturação mais adequado do que a própria recuperanda.

A falta, em regra, de informações sobre o desenvolvimento da atividade empresarial e os riscos jurídicos decorrentes da assunção

22 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1794209/SP. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília, *Diário de Justiça Eletrônico*, 29 jun. 2021.

do controle da atividade tornam improvável, no cenário nacional habitual, a conversão de crédito e tomada do controle direto da recuperanda, conforme previsto no §7º do art. 50, LRF.²³

Verdade que o §3º do art. 50, LRF, prevê expressamente a não sucessão das dívidas na pessoa do credor que converter a sua dívida em capital. Mas isso não exclui a sua responsabilização a partir deste momento em diante, sobretudo caso venha a exercer o controle da companhia, seja direto ou mesmo indireto por meio de exercício de controle externo.²⁴

Nesse sentido, conforme apontado por Mauricio Moreira Menezes e Rodrigo Saraiva Porto Garcia, parte da doutrina celebra a possibilidade de conversão de créditos em participação societária prevista no §7º do art. 50, LRF, “sem maiores digressões a respeito dos aspectos práticos desta escolha”,²⁵ que envolvem as “condições prévias e necessárias à conversão de dívida em participação societária”,²⁶ como as aprovações societárias para aumento de capital e não exercício do direito de preferência.

De fato, deve-se sempre ser “observada a legislação pertinente a cada caso”, nos termos do art. 50, caput, LRF, ou seja, caso haja necessidade de aumento de capital, transferência de controle, dentre outras possíveis soluções, será necessário respeitar a legislação socie-

23 “E, seguindo-se nas inovações trazidas pela Reforma da Lei 11.101/, a redação conferida ao art. 56, §7º, legitima autêntico *hostile take-over* por credores” MENEZES, Mauricio Moreira; GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. A conversão de dívida em participação acionária na recuperação judicial e o plano alternativo dos credores. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 28, p. 1-35, jan./jun. 2021.

24 “Há, assim, em primeiro lugar, toda uma série de hipóteses em que o controle externo resulta e uma situação de endividamento da sociedade. Em razão do seu direito de crédito, cuja execução forçada pode levar a companhia à falência, o credor passa, muitas vezes, a dominar a devedora, comandando a sua exploração empresarial.” COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005. p. 90-91.

25 MENEZES, Mauricio Moreira; GARCIA, *Op. Cit.*

26 *Ibidem*.

tária.²⁷ Some-se tudo isso ao curto prazo de 30 dias para apresentação de plano pelos credores (art. 56, §4º, LRF). As dificuldades serão muitas para apresentação de um plano alternativo pelos credores propondo uma solução estruturada para a recuperação da empresa em crise.

Diante dessas limitações, planos elaborados por credores podem ser instrumentos para impulsionar a venda de ativos de modo a acelerar pagamento dos credores, por não demandar conhecimento ou envolvimento na atividade empresarial da recuperanda, reduzir os riscos da condução do negócio, ou exigir a concordância da participação da recuperanda.

No Brasil, a venda de bens não é medida comum sequer nos planos propostos pela recuperanda, conforme levantamentos realizados nos Estados de São Paulo²⁸ e Paraná.²⁹

Não se pode querer explicar peremptoriamente o porquê da baixa previsão de venda de bens. A falta de previsão dos planos indica que, em muitos casos, simplesmente não há interesse dos controladores ou administradores de realizar a liquidação parcial ou total

27 “Todos os requisitos exigidos na legislação societária para que o aumento possa ser realizado, contudo, devem ser respeitados, dentre os quais a deliberação dos sócios para a alteração do contrato ou do estatuto social, a avaliação dos bens para a integralização do capital na sociedade anônima (art. 8º da Lei n. 6.404/76) etc. O aumento de capital social reduz a participação dos demais sócios da sociedade. Deve-se assegurar a estes, assim, o direito de preferência na subscrição do aumento de capital (art. 171 da LSA e art. 1.081, § 1º, do CC). A simples previsão do aumento como meio de recuperação judicial não parece revogar o direito de preferência do sócio, pois este poderá integralizar a participação com seus próprios recursos, dos quais se beneficiaria a sociedade devedora” SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 3. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2022. E-book. Posição 295.

28 SACRAMONE, Marcelo; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcos Vinicius Ramon Soares de. Recuperação Judicial como forma de Liquidação Integral dos Ativos. *R. de Dir. Empresarial – RDEmp*, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020.

29 MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. O inferno são os outros I: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. *R. de Dir. Empresarial – RDEmp*, Belo Horizonte, ano 18, n. 1, p. 81-97, jan./abr. 2021.

dos ativos do devedor ou que a providência não é requerida pelos credores para aprovarem os referidos planos.³⁰

A possibilidade de apresentação de plano por credores poderia impulsionar a venda de ativos e incentivar melhores condições de pagamento aos créditos. A possibilidade de sua apresentação serviria como instrumento de negociação entre credores e Recuperandas para obtenção de melhores condições no plano do próprio devedor, ainda que, ao final, um plano alternativo de credores não viesse sequer a ser apresentado efetivamente.

Mas será viável a apresentação de plano por credores, mesmo que para fins de venda de ativos, à luz dos quóruns necessários para a sua apresentação e obrigatoriedade de liberação de garantias pessoais?

Quanto ao quórum, no caso do plano alternativo pelos credores, há necessidade de tais credores se unirem para elaboração de tal plano, o que é traduzido nos seguintes quóruns: (i) credores presentes na Assembleia que detenham 50% dos créditos devem manifestar o interesse de apresentar um plano alternativo; (ii) os credores desta mesma Assembleia que detenham 35% dos créditos devem apoiar o plano alternativo a ser apresentado; ou, alternativamente, credores que representem 25% dos créditos, incluindo os que não estavam na Assembleia.³¹

30 Sobre o tema: BAIRD, Douglas G., MORRISON, Edward R. Optimal Timing and Legal Decisionmaking: The Case of the Liquidation Decision in Bankruptcy (October 1999). *University of Chicago Law School, John M. Olin Law & Economics Working Paper*, Chicago, n. 86, p. 1-65, out. 1999. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=187848> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.187848>. Acesso em: 01 out. 2021. Também neste sentido: “Ou, ainda, simplesmente não há interesse dos administradores ou controladores na utilização dessa modalidade que envolve a transferência da empresa para terceiro, mesmo que, em tese, fosse uma solução mais eficiente para um determinado caso.” SACRAMONE, Marcelo; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcos Vinicius Ramon Soares de. Recuperação Judicial como forma de Liquidação Integral dos Ativos. *R. de Dir. Empresarial – RDEmp*. Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020.

31 Nos termos do art. 56, §5º e §6º, inc. III, alínea b, da LRF.

Sobre o quórum, Gustavo Lacerda Franco entende que este “servirá para demonstrar a seriedade da iniciativa e o seu largo amparo, de saída, na coletividade creditícia, evitando-se medidas isoladas ou, ao menos, fomentando-se algum nível de negociação prévia entre credores”.³² Já Marlon Tomazette, ao tratar das duas possibilidades de quórum necessário de apoio ao plano alternativo, assim conclui: “exige-se um apoio substancial de credores, com uma alternativa de quórum.”³³

Enfim, de movo a avaliar se este quórum pode refletir na possibilidade efetiva da apresentação de plano por credores, buscou-se todas as Assembleias Gerais de Credores convocadas no mês de agosto de 2021, no Estado de São Paulo.³⁴ Foram localizadas 10 convocações de Assembleias em Recuperações Judiciais, sendo que todas foram efetivamente realizadas entre os meses de agosto até outubro.

Constatou-se que, dessas, em média, 115 credores estavam presentes nas Assembleias. O crédito presente, em média, era de R\$ 36.202.789,95. Para alcançar o quórum de 50% do crédito dos credores presentes, requisito para votar o interesse do plano alternativo, seriam necessários, em média, 7 credores. Para atingir o quórum de apoio ao plano alternativo a ser apresentado, de 35% dos créditos dos credores presentes, seriam necessários, em média, 4 credores titulares destes créditos.

Na tabela abaixo pode-se ver a relação entre credores presentes e seus respectivos créditos. Interessante notar que (i) o número de credores presentes nas assembleias, que está indicado no eixo verti-

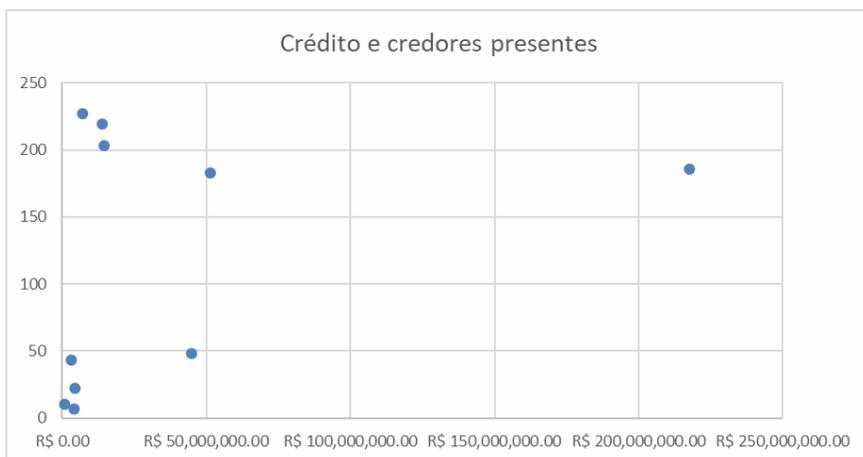
32 FRANCO, Gustavo Lacerda. Apresentação de plano de recuperação judicial alternativo pelos credores na reforma da LRF: uma boa ideia mal implementada. In: FILHO, Paulo Furtado de Oliveira (Coord.). *Lei de recuperação e falência: pontos relevantes e controversos da reforma*. Volume 02. São Paulo: Editora Foco, 2021. p. 17.

33 TOMAZETTE, Marlon. *Falência e recuperação de empresas. Curso de direito empresarial*. Vol. 3. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. e-book. p. 99.

34 Foi pesquisado no Diário Oficial do Estado de São Paulo, caderno de editais, no mês de agosto, os termos: convocação de assembleia geral de credores.

cal; (ii) metade das assembleias contou com até 50 credores presentes, somente, e outra parte com números bem mais elevados; (iii) um único caso isolado no eixo horizontal, cujo crédito presente superou o valor de 200 milhões de reais, enquanto os demais não passavam de 55 milhões.

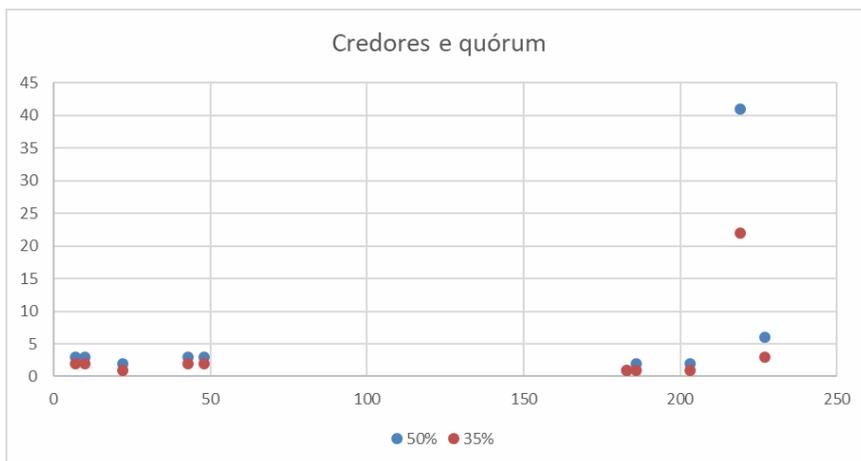
Gráfico 1 — Relação entre credores presentes e valor de crédito



Fonte: Os autores, 2021.

Quanto à formação do quórum, na tabela abaixo, no eixo horizontal constam o número de credores presentes, e no eixo vertical o número de credores necessários para atingir os quóruns. Há um único caso isolado em que seria necessária a junção de vários credores para atingir os quóruns de 50% e 35% do crédito para aprovação do interesse de apresentar plano alternativo e quórum de apoio ao plano de credores, respectivamente.

Gráfico 2 — Relação entre credores presentes e quóruns para aprovação



Fonte: Os autores, 2021.

Este caso isolado pode ser explicado por conta de uma especificidade. Ele foi o único, dentre as 10 AGCs analisadas, em que somente estiveram presentes credores trabalhistas. Nesta assembleia, estavam presentes 219 credores, todos trabalhistas, sendo que 41 representavam 50% dos créditos, e 22 representavam 35%. Trata-se de um caso atípico, com quórum exclusivamente de credores trabalhistas, que se supõe ser mais pulverizado, o que de fato se constatou, representado nos dois pontos de dispersão na parte superior à direita.

Excluindo esta assembleia, ou seja, analisando somente os outros 9 casos cujos quórum foram compostos também por outras classes, a concentração do crédito em poucos credores fica ainda maior. De uma média de 103 credores presentes, apenas 3 representariam 50% dos créditos, e apenas 2 credores seriam necessários para formar o quórum de 35% de apoio ao plano alternativo.

Desta amostragem, pode-se concluir que poucos credores possuem créditos suficientes para atingir o necessário para apresentar um plano de recuperação judicial alternativo.

Por outro lado, caso estes grandes credores tenham garantias pessoais prestadas por pessoas naturais, haverá uma tendência para que não queiram apresentá-lo. Nessa hipótese, os demais credores, pulverizados, provavelmente terão muita dificuldade de se agruparem em grandes grupos para formar os quóruns de 50%, 35% ou mesmo 25%, necessários para se apresentar o plano alternativo.

Quanto às propostas de liquidação de bens, a própria lei determina que a recuperação judicial não poderá ser utilizada como uma forma de se satisfazer alguns credores em detrimento de outros. Pelo dispositivo legal, deve-se pagar os credores não sujeitos em condições não piores do que ocorreria na falência (art. 50, inc. XVIII), ou seja, antes de muitos dos credores concursais, o que pode ser um importante obstáculo para que sejam propostos planos de liquidação integral de bens.

Por esta perspectiva, considerando a necessidade de atingir determinado quórum para apresentação do PRJ por credores, o curto prazo de 30 dias para a sua apresentação, bem como a necessidade de liberação de garantias pessoais prestadas por pessoas naturais, o plano de recuperação proposto por credores estará restrito a situações específicas, não alcançando, portanto, o seu objetivo declarado de equilibrar as condições de negociação.

Conclusão.

A Lei de nº 14.112/2020 autorizou que credores apresentem planos de recuperação judicial alternativos, sem vinculação ao plano de recuperação originalmente proposto pela recuperanda.

A recuperanda continua com a prerrogativa de apresentar o seu plano, durante o período de exclusividade, que será colocado em votação sem qualquer concorrência com eventuais planos de credores. Somente se o plano da recuperanda for negado ou se não for apresentado e deliberado em prazo estipulado, é que então os credores poderão propor planos de recuperação alternativos.

Pela experiência americana, PRJs alternativos de credores possuem como principal meio de recuperação a venda de ativos da empresa e pagamento mais acelerado dos credores, o que é promissor, considerando que no Brasil a venda de bens não é medida corriqueira em PRJs apresentados por recuperanda.

Contudo, na forma em que é disciplinada pela Lei 14.11/20, o plano alternativo de credores não é medida suficiente para equiparar o poder de negociação entre credores e recuperanda, como pretendido pelo legislador ou transplantado parcialmente da legislação americana.

O plano alternativo de credores possui limitações relacionadas ao seu conteúdo, que o que tende a limitá-lo à venda de ativos, por não demandar conhecimento da atividade empresarial, colaboração da recuperanda ou assunção de riscos aos credores.

Por seu turno, suas limitações decorrentes dos quóruns e prazos necessários para a sua apresentação, além de previsão de liberação dos coobrigados, podem inviabilizar a sua apresentação e impedir que, efetivamente, os planos alternativos alcancem objetivo declarado de equilibrar as condições de negociação.