

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 28

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 2021

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

EDITORES: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Ana Frazão (UNB), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmen Tiburcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Monsérié-Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto e Mariana Pinto (coordenadores). Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Valle Versiani (UFMG), Gerson Luiz Carlos Branco (UFRGS), José Gabriel Lopes Pires Assis de Almeida (UERJ), Maíra Fajardo Linhares Pereira (UFJF), Marcelo Féres (UFMG), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Pedro Wehrs do Vale Fernandes (UERJ), Rafael Vieira de Andrade de Sá (FGV-SP), Raphaela Mag-nino Rosa Portilho (UERJ) e Sergio Marcos Carvalho de Ávila Negri (UFJF).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

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

Revista semestral de direito empresarial. — n° 28 (janeiro/junho 2021)
. — 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)

A CONVERSÃO DE DÍVIDA EM PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E O PLANO ALTERNATIVO DOS CREDORES¹

THE CONVERSION OF DEBT TO EQUITY IN JUDICIAL REORGANIZATION AND THE CREDITORS' ALTERNATIVE PLAN

*Mauricio Moreira Menezes**
*Rodrigo Saraiva Porto Garcia***

Resumo: O presente trabalho tem por objetivo analisar a conversão de dívida em participação acionária como meio de recuperação judicial, tendo em vista as alterações promovidas pela Lei nº 14.112/2020. São examinadas as linhas gerais da conversão de dívida em ações como meio de recuperação, tendo em vista a sua positivação no inciso XVII do art. 50 da Lei nº 11.101/2005. Em seguida, são apresentadas as principais discussões em torno da conversão da dívida em *equity*, incluindo-se a faculdade inaugurada pela Lei nº 14.112/2020 de os credores apresentarem plano alternativo de recuperação, inclusive com a previsão da capitalização de créditos como meio de recuperação, e o potencial conflito entre credores e acionistas da companhia devedora.

Palavras-chave: Recuperação judicial. Meios de recuperação judicial. Conversão de dívida em participação acionária. Plano alternativo dos credores.

Abstract: The present paper aims to analyze the conversion of debt into equity interest as a means of judicial reorganization, in view

¹ Artigo recebido em 05.11.2021 e aceito em 20.11.2021.

* Professor Titular de Direito Comercial da UERJ. Advogado. E-mail: mauricio@moreiramenezes.com.br.

** Doutorando em Direito Comercial pela USP. Mestre em Direito da Empresa e Atividades Econômicas pela UERJ. Membro da INSOL e do TMA Brasil. Advogado. E-mail: rodrigosaraivagarcia@hotmail.com.

of the changes promoted by Federal Statute No. 14,112/2020. The paper addresses the conversion of debt into equity as a means of reorganization, in view of the inclusion of item XVII in art. 50 of Federal Statute No. 11,101/2005. Further, discusses the conversion of debt into equity in practical experience, in light of the original wording of Federal Statute No. 11,101/2005. Having presented the main discussions around the conversion of debt into equity, the paper addresses the possibility created by Federal Statute No. 14,112/2020 for creditors to submit an alternative reorganization plan, including the provision for capitalization of credits as a means of reorganization, and the potential conflict between creditors and shareholders of the debtor.

Keywords: Judicial reorganization. Means of reorganization. Conversion of debt to equity. Creditors' alternative reorganization plan.

Sumário: Introdução. 1. O problema. 2. Impactos da Reforma da Lei 11.101 no tratamento normativo da conversão de dívida em participação acionária. 3. Experiência brasileira: breve análise de planos de recuperação judicial anteriores à Reforma da Lei 11.101. 4. O plano alternativo dos credores e a conversão de dívida em ações. 4.1. Uma invasão dos credores na esfera de competência dos acionistas? Conclusão.

Introdução.

Nas sociedades anônimas, o poder de controle é exercido por aquele que detém a participação acionária necessária para assegurar-lhe a maioria de votos na assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Não basta que o acionista possua, simplesmente, o maior quantitativo de ações de uma determinada companhia para que ele se qualifique como controlador, exi-

gindo-se o efetivo exercício desse poder para orientar a gestão da atividade empresária (art. 116, Lei 6.404/1976).²

Há quem defenda a modalidade de controle externo, que seria exercido por aquele que, embora estranho ao quadro societário, detenha influência sobre a gestão da companhia, seja em razão de estipulação contratual ou de um direito de crédito.³

Nesse segundo caso, o credor exerceria influência dominante quando a companhia se encontrasse em situação de crise econômico-financeira, como nos casos de alto endividamento que podem levar à recuperação judicial ou à falência do devedor.⁴

Assim, um poderoso credor (ou grupo de credores) poderia vir a exercer seu poder de dominação e participar com protagonismo do processo de reorganização empresarial da companhia devedora.⁵

A influência de credores pode se tornar ainda mais relevante no caso de uma recuperação judicial proposta após a vigência da Lei 14.112/2020 (a “Reforma da Lei 11.101”), a qual previu expressamente a conversão de dívida em participação societária como meio de recuperação e conferiu aos credores a faculdade de apresentar um plano de recuperação alternativo.

Feitas essas considerações, é importante ressaltar que este artigo adota o método da análise normativa⁶ e tem por objetivo revisar

2 Sobre a definição de controle, confira-se: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. X.

3 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 48.

4 *Ibidem*, p. 90-91.

5 MENEZES, Mauricio Moreira. *O poder de controle nas companhias em recuperação judicial*, Rio de Janeiro: Forense, 2012. p. 90-93.

6 A análise normativa estuda como as normas devem ser, enquanto a análise positiva cuida das normas como elas são. A esse respeito, vale conferir: SZTAJN, Rachel. Direito e Economia.

o trabalho anteriormente publicado por seus autores, de tal sorte a atualizar o tema à luz da Reforma da Lei 11.101.⁷

Com efeito, evita-se reproduzir aqui comentários introdutórios realizados no referido trabalho, em especial pertinentes à dinâmica das relações de poder na companhia em recuperação judicial, aos quais os autores remetem o leitor, para que se busque objetividade e adequado enfrentamento das normas recentemente editadas.

1. O problema.

Por intermédio do pedido de recuperação judicial, a companhia busca condições para viabilizar a propositura e a execução de um plano para se reerguer.

Em contrapartida, os acionistas e administradores passam a se submeter à influência direta e relevante dos credores, os quais detêm a prerrogativa de aprovar ou rejeitar o plano de recuperação proposto pela companhia, por meio de deliberação tomada em assembleia-geral de credores, desde que apresentada prévia objeção por qualquer credor (art. 56, Lei 11.101/2005).

Não só isso: com a Reforma da Lei 11.101, os credores passaram a ter a faculdade de apresentar plano de recuperação alternativo, sem a necessidade de anuência do devedor a seus termos.⁸

Portanto, é válido sustentar que a submissão de uma companhia ao procedimento de recuperação judicial conduz à perda relati-

Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 45, n. 144, p. 221-235, out./dez. 2006.

7 MENEZES, Maurício Moreira; GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. A conversão de dívida em participação acionária como meio de recuperação judicial. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, n. 18, p. 45-78, 2017.

8 É importante ressaltar que os credores têm essa faculdade apenas nos processos de recuperação judicial propostos após a vigência da reforma da Lei 11.101/2005, conforme art. 5º, §1º, inciso I da Lei 14.112/2020.

va de poder por parte do controlador e, simultaneamente, ao aumento de poder dos credores. Apesar dessa realidade, pondera-se que a perda relativa de poder não corresponde necessariamente à mudança na titularidade do poder de controle, de tal sorte que o acionista controlador permanece responsável por seus atos, sob o regime da lei societária.

O que se deve reconhecer é o surgimento de um “estado de tensão” entre credores e acionistas, em razão da natural disputa por espaços negociais, que podem vir a determinar os meios de recuperação da companhia.

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, ao mencionar textualmente que “o plano de recuperação judicial apresentado pelos credores poderá prever a capitalização dos créditos, inclusive com a consequente alteração do controle da sociedade devedora, permitido o exercício do direito de retirada pelo sócio do devedor”.

É exatamente nesse ambiente de trocas de interesse e de disputas que se situa a conversão de dívida em participação no capital social do devedor em recuperação judicial, seja no plano proposto pelo devedor, seja no plano alternativo dos credores. Como se vê, a questão nada tem de trivial, justificando o exame de suas particularidades, à vista da experiência brasileira.

2. Impactos da Reforma da Lei 11.101 no tratamento normativo da conversão de dívida em participação acionária.

Antes da vigência da Lei 14.112/2020, apontava-se que a conversão de dívida em participação acionária se fundamentava nos incisos VI e XV do art. 50 da Lei 11.101/2005, dispositivos que permitem ao devedor em recuperação judicial realizar aumento de capital e emitir valores mobiliários, com o objetivo de levantar recursos para

financiar sua atividade ou como forma de quitação total ou parcial de suas dívidas.⁹

O uso da conversão de dívida em participação societária, como meio de recuperação, se tornou relativamente comum na prática forense brasileira,¹⁰ sobretudo em processos de recuperação judicial de grandes empresas organizadas sob a forma de sociedade anônima.¹¹

Por meio da Reforma da Lei 11.101, o art. 50 passou a contar com o inciso XVII, prevendo expressamente a “conversão de dívida em capital social” como um dos meios de recuperação.¹²

Como bem pontuado por Fábio Ulhoa Coelho, a “conversão de dívida em participação societária [...] é um meio bastante oportuno de recuperação judicial. O credor troca o direito de crédito pelo investimento na empresa explorada pela sociedade devedora”. Ou seja, o credor “só receberá algo, se os negócios prosperarem e gerarem lucros; e, em seguida, houver a distribuição destes entre os sócios (pagamento de dividendos, se for uma sociedade anônima)”.¹³

De modo semelhante, Marcelo Barbosa Sacramone afirma que a conversão de dívida em ações, para “os credores, poderá ser meio de recuperação judicial interessante para que sejam satisfeitos durante o desenvolvimento da atividade empresarial, caso a fal-

9 Art. 50, Lei 11.101/2005. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: [...] VI – aumento de capital social; [...] XV – emissão de valores mobiliários [...].

10 BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 67.

11 MANDEL, Julio Kahan. *Nova lei de falências e recuperação de empresas anotada*. São Paulo: Saraiva, 2005. p. 109.

12 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 284.

13 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 198-199.

ta de liquidez da recuperanda seja de curto prazo, e de modo a participarem nas principais decisões da recuperanda”.¹⁴

Sob o aspecto técnico, a conversão de dívida em ações pode ser aperfeiçoada por meio de diferentes modos de extinção da obrigação. As opções mais utilizadas são: (i) a compensação da obrigação de integralização do credor-acionista com a obrigação da companhia de pagar-lhe igual montante em dinheiro; (ii) a extinção da obrigação de integralização do credor-acionista por meio da cessão de seu crédito à companhia, operando-se a extinção da obrigação da companhia por meio da confusão; (iii) a extinção da obrigação de integralização do credor-acionista por meio da dação em pagamento de seu crédito à companhia, especificamente quando tal crédito é representado por títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia (i.e. debêntures), hipótese em que a companhia poderá mantê-los em tesouraria, para futura negociação, caso seja de seu interesse.

Conquanto tenha positivado a capitalização de créditos como meio de recuperação, a Reforma da Lei 11.101 não traz parâmetros que devam ser observados na operacionalização da conversão da dívida em ações. O *caput* do art. 50 apenas prevê (como sempre previu) que deve ser “observada a legislação pertinente a cada caso”. Significa dizer que “todos os requisitos exigidos na legislação societária para que o aumento possa ser realizado [...] devem ser respeitados, dentre os quais a deliberação dos sócios para a alteração do contrato ou do estatuto social”.¹⁵

Assim, uma vez aprovado o plano de recuperação judicial e identificados os credores que pretendem converter seus créditos em ações, (i) os administradores da companhia devem convocar assembleia-geral extraordinária (de acionistas) para deliberar sobre o aumento de capital, ou reunião do conselho de administração, caso a companhia tenha capital autorizado e tal atribuição seja de sua com-

14 SACRAMONE, Marcelo Barbosa, *Op. Cit.*, p. 284.

15 *Ibidem*, p. 283.

petência; (ii) o aumento de capital deve ser autorizado pelos acionistas, ou pelo conselho de administração, conforme o caso; (iii) o direito de preferência para a subscrição de ações, que constitui direito essencial do acionista (art. 109, IV, Lei 6.404/1976), deve ser respeitado e, como será melhor analisado adiante, cabe à companhia incentivar a abstenção de seu exercício, a fim de assegurar o sucesso da capitalização via créditos; e (iv) os credores devem assinar o boletim de subscrição e integralizar suas ações com os créditos de sua titularidade.

Como na conversão de dívida em ações os credores se tornam acionistas da companhia, seu ingresso pode gerar graves implicações na dinâmica das relações de poder do devedor em recuperação, visto que os acionistas originais podem ter a sua participação diluída e o poder de controle pode ser mitigado ou transferido a um credor ou a um grupo de credores.¹⁶

Acresça-se que o recém incluído §3º do art. 50 estabelece que “não haverá sucessão ou responsabilidade por dívidas de qualquer natureza a terceiro credor [...] em decorrência [...] da mera conversão de dívida em capital”. Pode-se dizer que a nova regra veio para temperar “o risco – ainda que indireto – de [o novo sócio] ser responsável por dívidas anteriores ao seu ingresso no quadro de sócios e da possível determinação da indisponibilidade de seus bens”.¹⁷

Em comentário ao dispositivo, Fábio Ulhoa Coelho atesta que “não fosse o desprestígio da autonomia patrimonial no direito brasileiro [...], não seria necessário reiterar a inexistência de sucessão ou responsabilidade por dívidas da recuperanda na hipótese de [...] subs-

16 FELSBERG, Thomas Benes; BIANCHI, Pedro Henrique Torres. Breves apontamentos sobre a conversão de dívida em capital na recuperação judicial. *In: ELIAS, Luiz Vasco (Coord.). 10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 483.

17 *Ibidem*, p. 482. Vale conferir também: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. *In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 313.

tituição de dívida por participação societária”. Na sequência, o autor conclui que a regra deve ser observada pelo Poder Judiciário, “para que os incentivos dispostos na lei realmente proporcionem efetividade aos meios de recuperação e as crises empresariais possam ser superadas com o menor custo para a economia e sociedade brasileiras”.¹⁸

É evidente que a norma “pretende incentivar o mercado de *turnarounds*, que são os investidores dedicados a reestruturar administrativamente negócios em crise, assumindo a gestão das empresas”, como bem apontado por Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo. Em tal situação, “como possuem maior vinculação aos negócios do devedor, para esse tipo de investidor é ainda mais importante a garantia de que nunca serão responsabilizados por dívidas anteriores ao pedido de recuperação judicial”.¹⁹

Para compreender melhor o funcionamento da conversão de dívida em ações como meio de recuperação judicial, sobretudo à luz da Reforma da Lei 11.101, é de extrema importância examinar como a teoria e a prática se relacionam. Para isso, este artigo analisa como os planos de recuperação do Grupo OGX,²⁰ do Grupo Eneva,²¹ do Grupo Inepar,²² do Grupo Lupatech,²³ do Grupo Aralco,²⁴ do Grupo

18 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 200-201.

19 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 155.

20 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital. Processo nº 0377620-56.2013.8.19.0001..

21 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital. Processo nº 0474961-48.2014.8.19.0001.

22 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital. Processo nº 1010111-27.2014.8.26.0037.

23 SÃO PAULO. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Processo nº 1050924-67.2015.8.26.0100.

24 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Vara Cível da Comarca de Araçatuba. Processo nº 1001985-03.2014.8.26.0032.

Eternit,²⁵ do Grupo Oi,²⁶ do Grupo PDG²⁷ e do Grupo Viver²⁸ trataram da conversão de dívida em ações.²⁹ São casos de relevância nacional que suscitaram questões práticas relevantíssimas para a viabilização da conversão de dívida em *equity*.

3. Experiência brasileira: breve análise de planos de recuperação judicial anteriores à Reforma da Lei 11.101.

Em geral, os planos de recuperação seguem padrão recorrente e estipulam o aumento de capital com a emissão de novas ações ou a emissão de bônus de subscrição para fins de assegurar a participação em futuro aumento de capital.

Embora nenhum dos planos analisados tenha apresentado uma forma de adimplemento por meio da emissão de debêntures conversíveis em ações, essa também seria uma alternativa para viabilizar a conversão de dívida em participação acionária.³⁰

25 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital. Processo nº 1030930-48.2018.8.26.0100.

26 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital. Processo nº 0203711-65.2016.8.19.0001.

27 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital. Processo nº 1016422-34.2017.8.26.0100.

28 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital. Processo nº 1103236-83.2016.8.26.0100.

29 Para uma análise jurimétrica da utilização da conversão de dívida em *equity* em processo perante a 1ª e a 2ª Varas de Falências e Recuperação Judicial da Comarca da Capital de São Paulo, vale conferir: DINIZ, Thales Janguiê. A conversão de dívida em *equity* na recuperação judicial. In: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes (Coord.). *Direito societário e recuperação de empresas: estudos de jurimetria*. Indaiatuba-SP: Foco, 2021, p. 163-173.

30 FELSBERG, Thomas Benes; BIANCHI, Pedro Henrique Torres. Breves apontamentos sobre a conversão de dívida em capital na recuperação judicial. In: ELIAS, Luiz Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 480.

Além disso, vale ressaltar que a opção de satisfação dos credores com ações do devedor vem acompanhada, usualmente, pelo pagamento parcial em dinheiro (possivelmente com deságio e alongamento do prazo de pagamento), de tal modo que o credor pode escolher de que maneira prefere receber seu crédito. Algumas questões são importantes para se compreender a dinâmica da capitalização de créditos como meio de recuperação, diante do possível conflito entre direito da crise do empresário e direito societário.

Em primeiro lugar, deve-se esclarecer que os credores que optarem por essa modalidade de pagamento e se tornarem titulares das novas ações terão os mesmos direitos atribuídos às demais ações, de tidas pelos antigos acionistas, como devidamente firmado na Cláusula 5.1.3.9 do plano de recuperação do Grupo OGX e nos demais planos objeto da análise.³¹

Em segundo lugar, a companhia deve observar o §1º do art. 170 da Lei 6.404/1976 na fixação do preço de emissão das ações em aumento de capital, de modo a evitar a diluição injustificada dos acionistas.³²

Se o preço de emissão das ações for fixado conforme os parâmetros legais e se houver motivos concretos para a realização do aumento de capital, qualquer diluição dos antigos acionistas deve ser considerada devidamente justificada.³³

31 Vale conferir: “Cláusula 5.1.3.9. As Ações emitidas pela OGX no âmbito do Aumento de Capital Mediante Capitalização de Crédito conferirão aos seus titulares os mesmos direitos atribuídos às demais Ações.”

32 É possível que o acionista controlador, na tentativa de reduzir a participação de um acionista minoritário (ou de um grupo de minoritários) promova um aumento de capital (i) fixando um preço de emissão abusivo para as ações, em desacordo com o §1º do art. 170 (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, v. 3. p. 539), ou (ii) sem qualquer motivação ou razão aparente para justificar o aumento de capital (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, v. 3. p. 632-633). Em ambos os casos, há um exercício abusivo de poder que deve ser coibido.

33 Dito de outra forma, a diluição é justificada quando se realiza em prol do interesse da

Em terceiro lugar, o aumento de capital deve observar a regra do §2º do art. 171 da Lei 6.404/1976, em conjunto com as disposições da Lei 11.101/2005, para permitir a subscrição de ações por meio da capitalização de créditos.³⁴ Aqui, volta-se ao problema do direito de preferência dos acionistas para subscrição das novas ações, em observância à lei societária.³⁵

Em quarto lugar, a determinação do valor do aumento de capital pode ser objeto de relevante controvérsia, pois depende de duas variáveis: (i) a opção dos credores de tomar parte na operação de capitalização de créditos, em troca das ações, e (ii) as possíveis

companhia, ao qual o interesse individual dos acionistas deve se sujeitar (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2. p. 276). A apresentação de um estudo pormenorizado com os critérios adotados para a fixação do preço de emissão das novas ações e com a justificativa para o aumento de capital pode ser relevante para afastar eventual abusividade (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 4ª Câmara de Direito. Apelação Cível nº 9187665-36.2005.8.26.0000. Relator: Desembargador Francisco Loureiro. Privado. São Paulo, 18 jun. 2009).

34 Nelson Eizirik explica a dinâmica da capitalização de créditos: “O aumento de capital efetiva-se com a capitalização do crédito, devendo a companhia informar aos acionistas em que prazo eles podem, mediante a assinatura do boletim de subscrição, preferir o credor do crédito já capitalizado. Caso os acionistas não exerçam o direito de preferência, o credor adquirirá as ações. Se exercerem, as importâncias que pagarem pela subscrição das ações serão entregues ao titular do crédito. Como todo o aumento de capital é subscrito no início do procedimento pelo titular do crédito, não existirão sobras” (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, v. 2. p. 513).

35 Sob a ótica da legalidade, é vedada a exclusão do aludido direito de preferência por decisão dos administradores e do acionista controlador da companhia. O exercício do direito de preferência poderia representar empecilho à conversão de dívida em *equity* como meio de recuperação da companhia devedora. A experiência ensina que há três possíveis soluções para esse problema: (i) a inclusão de cláusula de *best efforts* por meio da qual a companhia se obriga a incentivar os acionistas a não exercerem seu direito de preferência, a exemplo do que ocorreu no plano do Grupo Eneva (Cláusula 4.6), (ii) a renúncia ao direito de preferência pelos acionistas no próprio plano de recuperação, tal como nos planos do Grupo OGX (Cláusula 5.1.3.10) e do Grupo Inepar (Cláusula 7.4.4), ou (iii) a previsão de distribuição entre os credores dos recursos obtidos com a subscrição decorrente do exercício do direito de preferência dos acionistas, como se deu nos casos do Grupo Oi (Cláusula 4.3.3.5(b)) e do Grupo Eternit (Cláusula 4(vi)(c)). Para uma análise mais detalhada, vale conferir: MENEZES, Maurício Moreira; GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto, *Op. Cit.*, 2016.

modificações no quadro-geral de credores da companhia em recuperação, seja incluindo ou excluindo credores, seja alterando o valor de seus créditos (aumentando-os ou diminuindo-os), conforme as impugnações são julgadas pelo juízo da recuperação.

De um lado, a solução para o primeiro problema foi apresentada pelo plano de recuperação do Grupo Inepar, ao prever que os credores interessados em converter seus créditos deveriam preencher um formulário informando a sua opção, conforme disposição do item (C) do Anexo 4.1.1(i)[B]. Com isso, a assembleia-geral de acionistas convocada para aprovar o aumento de capital teria informações suficientes para deliberar a emissão de ações no valor exato dos créditos que seriam capitalizados.

De outro lado, a solução para o segundo problema foi apresentada pelo plano de recuperação do Grupo OGX, cuja Cláusula 5.1.3.4 estipulou que, ocorrendo aumento na quantidade de créditos sujeitos à recuperação (seja pelo ingresso de novos credores, seja pelo acréscimo no valor dos créditos), o Grupo OGX emitiria novas ações para permitir a capitalização dos créditos.³⁶ Existe previsão semelhante na Cláusula 4.7 do plano do Grupo Viver, com a realização de aumentos de capital semestralmente. A mesma lógica poderia ser aplicada à hipótese de modificação no valor dos créditos em razão de decisão judicial transitada em julgado, em sede de impugnação ou ação de retificação do quadro-geral de credores.

E em caso de redução do valor dos créditos, a Cláusula 5.1.3.5 do plano de recuperação do Grupo OGX previu que o titular do referido crédito deveria restituir ao Grupo OGX as ações excedentes.

Assim, havendo a majoração e a redução de créditos, bem como a inclusão e a exclusão de credores, a companhia em recupe-

³⁶ É possível encontrar disposições semelhantes nos planos de recuperação do Grupo Inepar (Cláusula 7.4.3), do Grupo Lupatech (Cláusulas 5.6 e 6.7) e do Grupo Aralco (Cláusulas 14.4 (xiii), 14.4 (xiv) e 14.4 (xv)).

ração deve avaliar a necessidade de se convocar uma assembleia-geral de acionistas para deliberar a respeito de sucessivos aumentos de capital (se o valor dos créditos majorados/incluídos ultrapassar o valor dos créditos reduzidos/excluídos) ou, em sentido oposto, de redução de capital, com o cancelamento dos valores mobiliários emitidos em excesso (se o valor dos créditos reduzidos/excluídos ultrapassar o valor dos créditos majorados/incluídos).

Em quinto lugar, é importante estar atento à discussão acerca da violação à liberdade de associação por meio da previsão de conversão de dívida em *equity*. Na hipótese específica do Grupo OGX – o caso paradigmático sobre o tema abordado neste artigo – o plano foi aprovado pelos credores e homologado pelo juízo competente, mas o Ministério Público e um importante credor interpuseram agravos de instrumento para discutir o aumento de capital social com a conversão da dívida em participação societária, devido a uma possível violação ao princípio constitucional da liberdade de associação (art. 5º, inciso XX, Constituição Federal).³⁷

No julgamento dos agravos de instrumento, a 14ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (“TJRJ”) reconheceu a legalidade do referido meio de recuperação. De acordo com o relator, “tem-se a conversão da dívida em capital social como alternativa comum e, por vezes várias, única apta a propiciar o efetivo soerguimento da devedora que não dispõe de caixa suficiente para o saneamento do seu passivo financeiro”.

Na sequência, afastou-se o argumento de violação à liberdade de associação, com base no entendimento de que o plano de recuperação do Grupo OGX não obrigaria o credor a permanecer definitiva-

37 As mesmas questões foram levantadas na recuperação judicial do Grupo Inepar, mas a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, em acórdão relatado pelo Des. Enio Zuliani, reconheceu a legalidade da conversão de dívida em ações e rechaçou a alegação de violação à liberdade de associação (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento nº 2133842-23.2015.8.26.0000. Relator: Desembargador Enio Zuliani. São Paulo, 30 set. 2015).

mente como acionista da companhia. Pelo contrário, o plano “não determina a associação compulsória (nem poderia fazê-lo...), mas estabelece que os credores titulares das ações poderão optar pela alienação desses valores mobiliários, por conta própria ou, facultativamente, outorgar poderes a um comissário encarregado da venda”.³⁸ Para Thomas Benes Felsberg e Pedro Henrique Torres Bianchi, “tendo uma saída para monetização do título (o que é facilitado nos casos de companhia aberta), não há qualquer violação à Constituição ou à lei em geral”.³⁹

Há, contudo, entendimento em sentido contrário na doutrina. Nas palavras de Marcelo Barbosa Sacramone, “o credor dissidente não pode ser obrigado a ser sócio contrariamente à sua vontade. Para integrar o contrato plurilateral de sociedade, a declaração de vontade do futuro sócio é condição de existência do negócio jurídico”.⁴⁰ Embora o credor possa optar por não atuar ativamente na administração da companhia,⁴¹ apenas colhendo os frutos do negócio, e o credor não seja obrigado a permanecer associado à companhia, para essa

38 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 14ª Câmara Cível. Agravo de Instrumento nº 0039682-69.2014.8.19.0000. Des. Gilberto Campista Guarino. Rio de Janeiro, 03 dez. 2014.

39 FELSBERG, Thomas Benes; BIANCHI, Pedro Henrique Torres. Breves apontamentos sobre a conversão de dívida em capital na recuperação judicial. In: ELIAS, Luiz Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 486.

40 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 284.

41 Nesse sentido, na recuperação judicial de WS Indústria e Comércio: “Agravo de Instrumento - Recuperação Judicial - Aprovação do Plano - Critérios. Ao julgador há de ser dado certo campo de atuação além dos limites literais da lei para que prevaleça o princípio da manutenção da empresa que revele possibilidade de superar a crise econômico-financeira pela qual esteja passando - Quanto à previsão de pagamento em ações de sociedade anônima, evidente que não se confunde com constrangimento do agravante a associar-se, não só porque o agravante não precisa participar ativamente da nova sociedade, usando as ações como valores mobiliários, como porque poderá livremente negociá-las. Agravo desprovido” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais. Agravo de Instrumento 0333243-47.2009.8.26.0000. Relator: Desembargador Lino Machado. *Tribunal de Justiça de São Paulo*, São Paulo, 27 out. 2009).

linha de entendimento, a previsão de conversão de dívida em ações como única forma de pagamento dos credores de determinada classe ou subclasse representaria uma afronta à liberdade de associação.

Para evitar o agravamento de conflitos, recomenda-se que “se estabeleçam formas alternativas de cumprimento do plano de recuperação judicial, com a possibilidade de os credores que assim optarem converterem sua dívida em capital da sociedade recuperanda”.⁴²

Aqui, pode-se pensar em duas possibilidades: (i) a estipulação de modos alternativos de adimplemento, cabendo ao credor escolher entre a conversão da dívida em ações ou o pagamento em dinheiro (com a incidência de deságio e alongamento do prazo de pagamento), por exemplo; ou (ii) a previsão da figura do comissário, o qual receberia as ações da companhia em recuperação e se obrigaria a vendê-las, de maneira pública ou privada, posteriormente depositando os valores recebidos na conta do credor – esse método permite, inclusive, que os credores recebam seu pagamento em dinheiro em menos tempo do que o prazo do parcelamento previsto no plano.⁴³

Essas são as principais questões que circundam a conversão de dívida em ações como meio de recuperação judicial, conforme plano proposto pela companhia devedora.

Como dito, a Lei 14.112/2020 facultou aos credores apresentar plano alternativo em determinadas situações (inclusive com a previ-

42 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Op. Cit.*, p. 285.

43 Mais uma vez, a recuperação judicial do Grupo OGX foi o caso paradigmático na discussão da validade da cláusula que prevê a atuação do comissário. A Cláusula 5.1.5.6 do plano de recuperação tratou da nomeação do comissário e de suas atribuições, e teve a validade questionada pelo Ministério Público em sede de agravo de instrumento. A 14ª Câmara Cível do TJRJ rechaçou o argumento da invalidade, visto que a “previsão de sua existência para fins de venda das ações em benefício dos credores encontra base legal nos artigos 693 a 709 do Código Civil, que enfocam o contrato de comissão” (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 14ª Câmara Cível. Agravo de Instrumento 0039682-69.2014.8.19.0000. Relator Desembargador Gilberto Campista Guarino. Rio de Janeiro, 03 dez. 2014). Há previsão semelhante na Cláusula 4.9 do plano de recuperação do Grupo Eneva e na Cláusula 7.5 do plano do Grupo Inepar.

são de conversão de dívida em *equity*), mesmo sem a expressa concordância do devedor quanto aos termos do plano alternativo. É o que se examina nas linhas a seguintes.

4. O plano alternativo de credores e a conversão de dívida em ações.

O *caput* do art. 53 da Lei 11.101/2005 prevê que o “plano de recuperação será apresentado pelo devedor em juízo no prazo improrrogável de 60 dias da publicação da decisão que deferir o processamento da recuperação judicial”. Significa dizer que, à luz da redação original da lei, cabe ao devedor a legitimação exclusiva para apresentar o plano de recuperação,⁴⁴⁻⁴⁵ ao “contrário do direito norteamericano, no qual o devedor tem a princípio a legitimidade exclusiva, mas depois de certo prazo outros podem apresentar um plano, no direito brasileiro apenas o devedor tem legitimidade para apresentar essa proposta”.⁴⁶

Mesmo que se admitisse a apresentação de um plano alternativo pelos credores, em concorrência com o plano submetido pelo devedor, não se poderia esquecer da regra do §3º do art. 56, segundo

44 A esse respeito, vale conferir: (i) TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A falência: realização do ativo. *In*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial* [livro digital]. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, v. 5; (ii) CERREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 267; e (iii) SIMIONATO, Frederico Augusto Monte. *Tratado de direito falimentar*. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 180.

45 Além disso, o TJSP, na recuperação judicial do empresário individual Márcio Helomar Gomes Franca, reconheceu a impossibilidade de apresentação do plano de recuperação pelo administrador judicial e afirmou “que é ônus do devedor a apresentação de plano de recuperação, conforme art. 35, I, a, da LRF e art. 53 da LRF” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento nº 2140553-10.2016.8.26.0000. Relator: Desembargador Teixeira Leite. São Paulo, 03 maio 2017).

46 TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, v. 3. p. 191.

a qual o “plano de recuperação judicial poderá sofrer alterações na assembléia-geral, desde que haja expressa concordância do devedor e em termos que não impliquem diminuição dos direitos exclusivamente dos credores ausentes”. Isto é, eventual proposta alternativa dos credores, tendo em vista a redação original da Lei 11.101/2005, deveria contar com a anuência do devedor,⁴⁷⁻⁴⁸ a quem competiria dar cumprimento ao plano aprovado pela assembleia-geral de credores e homologado pelo juízo da recuperação.

Esse quadro mudou com a Reforma da Lei 11.101/2005, que passou a prever a possibilidade de os credores apresentarem plano de recuperação alternativo, sem a necessidade de obter a concordância do devedor a seus termos.

De acordo com Márcio Calil de Assumpção, a “possibilidade de apresentação de um plano pelos credores, como via alternativa da falência é um grande avanço do projeto”.⁴⁹ Para Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo, a apresentação de plano alternativo “reafirma o princípio da participação ativa dos credores, que poderão formular um plano de recuperação considerado mais adequado aos seus interesses”.⁵⁰

47 MARQUES, André 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 (Coord.). *Recuperação judicial: análise comparada Brasil–Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 172.

48 Esse foi o entendimento adotado pelo TJSP na recuperação judicial do Grupo Agrenco, ao afirmar que a aprovação de plano de recuperação sem a “clara e expressa concordância do devedor” seria ilegal (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento nº 0063887-41.2012.8.26.0000. Relator: Desembargador Pereira Calças. São Paulo, 26 mar. 2013).

49 ASSUMPCÃO, Márcio Calil de. A reforma na lei de falências e recuperação de empresas e seus reflexos no sistema financeiro nacional. *In*: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020. p. 183.

50 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 168.

A Reforma da Lei 11.101/2005 prevê duas situações nas quais os credores poderão apresentar planos de recuperação: (i) na hipótese de transcurso do prazo de 180 dias do *stay period*, prorrogável por igual período uma única vez,⁵¹ sem que o plano proposto pelo devedor tenha sido deliberado pela assembleia-geral de credores, nos termos do §4º-A incluído no art. 6º da Lei 11.101/2005; e (ii) na hipótese de rejeição do plano apresentado pelo devedor, de acordo com o §4º, inserido no art. 56 da Lei 11.101/2005.

Na primeira situação, ultrapassado o *stay period* sem deliberação do plano do devedor, faculta-se aos credores apresentarem um plano de recuperação alternativo. Trata-se do fim do período de exclusividade do devedor para apresentação do plano, conforme tratado pela experiência norte-americana.⁵² O §4º-A do art. 56 põe como requisito apenas a ausência de deliberação do plano pela assembleia-geral de credores e não sua rejeição.

Nota-se que o dispositivo tem inspiração no §1121(c), itens (2) e (3) do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* norte-americano, que possibilita aos credores apresentarem um plano alternativo caso (i) o devedor leve mais de 120 dias para apresentar seu plano de recuperação, embora o prazo possa ser prorrogado pelo juiz por até 18 meses, ou (ii) o plano do devedor não seja aprovado dentro de 180 dias, prazo que pode ser prorrogado por até 20 meses.⁵³

Embora o §4º-A do art. 6º remeta aos §§4º a 7º do art. 56, caso o plano do devedor não seja objeto de deliberação pelos credores dentro do *stay period*, deverá ser convocada uma assembleia-geral de credores para votar sobre a apresentação de plano alternativo? Ou

51 Apenas o tempo dirá se a jurisprudência aplicará o limite de 360 dias para o *stay period*, ou se continuará a permitir a prorrogação do período de suspensão das ações e execuções indefinidamente.

52 MARQUES; ZENEDIN, *Op. Cit.*, p. 166-167.

53 CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 267.

qualquer credor (com o devido apoio por escrito) poderá apresentar um plano alternativo nessa situação, desde que dentro do prazo de 30 dias contados do fim do período de suspensão das execuções?

A leitura dos incisos I e II do §4º-A do art. 6º parece apontar para a faculdade de qualquer credor apresentar um plano alternativo dentro de 30 dias do termo final do *stay period*, independentemente de deliberação da comunhão de credores em assembleia-geral convocada para aprovar a concessão do referido prazo de 30 dias, conforme previsto no §4º do art. 56. Tal interpretação decorre da previsão do inciso I, no sentido de que a suspensão das execuções não perderá caso os credores não apresentem plano alternativo no prazo de 30 dias contados (i) do fim do *stay period* ou (ii) da data da assembleia-geral que aprovar a concessão de prazo para a submissão do plano de recuperação pelos credores. E o inciso II estabelece a prorrogação do *stay period* por mais 180 dias, contados a partir dos mesmos marcos temporais mencionados no inciso I, caso os credores apresentem seu plano no prazo de 30 dias.

No entanto, a leitura conjunta do §4º-A do art. 6º e do §4º do art. 56 pode gerar dúvidas interpretativas. Durante o período de 30 dias, desde o fim do *stay period*, não se sabe se os credores apresentarão seu plano alternativo, na medida em que não há previsão de qualquer deliberação pelos credores sobre a concessão de prazo para a elaboração e submissão do plano alternativo, como ocorre na situação em que o plano é rejeitado pelos credores na assembleia-geral. Como, então, saber se o período de suspensão das execuções foi prorrogado por mais 180 dias, conforme inciso II do §4º-A do art. 6º, se não há qualquer manifestação de intenção dos credores em apresentar o plano alternativo? Salvo na hipótese em que algum credor (ou um grupo de credores) manifeste, antes do fim do *stay period*, seu interesse em apresentar um plano alternativo, não se sabe se os credores submeterão, de fato, um plano para deliberação.

Esse problema pode ser resolvido com a convocação de uma assembleia-geral para deliberar sobre a apresentação do plano alter-

nativo no último dia do prazo do *stay period*, observando-se o quórum de mais da metade dos créditos presentes, conforme §4º do art. 56. Contudo, a medida poderá gerar custos e, nesse caso, deverá ser definido quem suportará tal ônus. Uma alternativa pode ser a concessão de prazo pelo juiz, até o fim do *stay period*, para que os credores peticionem nos autos do processo de recuperação manifestando seu interesse em apresentar um plano alternativo – sem se prender a qualquer formalismo ou quórum de deliberação. Caso os credores deliberem ou se manifestem a favor da apresentação do plano alternativo, os credores terão 30 dias para submeter seu plano e o *stay period* será prorrogado por mais 180 dias,⁵⁴ contados do fim do prazo de suspensão prorrogado.⁵⁵ Caso contrário, não ocorrerá a segunda prorrogação do *stay period*, e os credores poderão prosseguir com suas ações e execuções em face do devedor. Apesar das reflexões aqui ofertadas, caberá à jurisprudência identificar e consolidar a melhor solução para esse problema.

Pois bem. Na segunda situação posta pela Reforma da Lei 11.101, há efetiva votação do plano do devedor e sua rejeição pela assembleia-geral de credores. Nesse caso, ainda no mesmo conclave, o administrador judicial deverá submeter à deliberação dos credores a concessão do prazo de 30 dias⁵⁶ para que os credores apresentem seu plano de recuperação, na forma da nova redação do §4º do art. 56. O quórum para aprovação da matéria é de mais da metade dos créditos presentes na reunião, conforme §5º do art. 56, independentemente das classes.⁵⁷

54 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 70.

55 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 94.

56 Para Marcelo Barbosa Sacramone, o prazo de 30 dias seria improrrogável e preclusivo, de modo que escoado o prazo sem a apresentação do plano pelos credores o juiz deveria decretar a imediata convocação em falência (*Ibidem*, p. 326).

57 *Ibidem*, p. 325.

Convém comentar que o §6º do art. 56, incluído pela Reforma da Lei 11.101, introduz seis requisitos para que o plano de recuperação dos credores seja submetido à votação da assembleia-geral, alguns dos quais se aplicam às duas situações mencionadas acima, outros aplicáveis apenas à hipótese em que o plano do devedor é rejeitado pelos credores: (i) o não preenchimento dos requisitos do §1º do art. 58 para concessão da recuperação judicial, obviamente aplicável apenas na segunda situação, com a rejeição do plano do devedor pelos credores; (ii) o preenchimento dos requisitos dos incisos I a III do art. 53, a saber: (a) discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados, com o seu resumo, (b) demonstração da viabilidade econômica do plano, e (c) apresentação de laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor, suscritos por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada;⁵⁸ (iii) apoio por escrito de credores que representem, alternativamente, (a) 25% dos créditos totais sujeitos à recuperação judicial ou (b) mais de 35% dos créditos presentes na assembleia-geral que deliberou a favor da concessão de prazo para a apresentação de plano pelos credores (também aplicável apenas à segunda situação, ao menos a princípio); (iv) a não imputação de obrigações novas, não previstas em lei ou em contratos anteriormente celebrados, aos acionistas do devedor; (v) a previsão no plano de recuperação da liberação das garantias pessoais outorgadas por pessoas naturais aos créditos que serão por ele novados; e (vi) a não imposição de sacrifício maior ao devedor do que aquele que decorreria da sua liquidação em um cenário de falência.

58 Marcelo Barbosa Sacramone critica essa exigência, pois “além do fato de que os credores não terão acesso aos bens do devedor e às condições para a realização de laudo, o qual tampouco poderia ser produzido em lapso temporal tão curto, referidos laudos já constarão no processo diante da apresentação obrigatória pelo próprio devedor. Esses laudos não exigem qualquer alteração, pois a circunstância econômica do devedor, ou seus ativos, não sofre alterações substanciais do período de rejeição do plano originário até a apresentação do plano alternativo, de modo que não precisam ser substituídos ou reapresentados” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 326).

Também é possível que exista mais de um plano alternativo apresentado pelos credores,⁵⁹ os quais deverão ser submetidos à votação da assembleia-geral para deliberação sobre o plano mais adequado aos interesses da coletividade. E é possível que o plano alternativo dos credores venha a concorrer com um plano apresentado pelo devedor, situação na qual a assembleia-geral de credores deverá deliberar e votar os planos.⁶⁰

Além disso, é importante mencionar que a faculdade de os credores apresentarem plano alternativo se aplica tão somente aos processos de recuperação judicial iniciados após a vigência da Lei

59 Nesse sentido, vale conferir: (i) BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 285; (ii) COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 169; (iii) FRANCO, Gustavo Lacerda. Apresentação de plano de recuperação judicial alternativo pelos credores na reforma da LRF: uma boa ideia mal implementada. *In: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado (Coord.). Lei de recuperação e falência: pontos relevantes e controversos da reforma pela lei 14.112/20*. Indaiatuba-SP: Foco, 2021, v. 2, p. 12; e (iv) LIMA, Igor Silva de; LEITÃO, Gustavo dos Reis. Reflexões sobre o plano de credores na reforma da lei de recuperação de empresas e falências. *In: VASCONCELOS, Ronaldo et al. (Coord.). Reforma da lei de recuperação e falência (lei n. 14.112/20)*. São Paulo: Editora IASP, 2021, p. 645-646.

60 André Moraes Marques e Rafael Nicoletti Zenedin tratam da aprovação de planos concorrentes na assembleia-geral de credores: “Na hipótese de apresentação de um ou mais planos alternativos, todos os planos apresentados poderiam ser levados a votação pela assembleia-geral de credores. Em qualquer caso, ficariam preservados os direitos de voz e voto dos credores que apresentarem o plano alternativo colocado em votação. Caso mais de um plano seja aprovado pelos credores (podendo inclusive um novo plano apresentado pelo devedor ser aprovado na mesma ocasião), prevaleceria o plano aprovado pelo maior número de classes de credores (nos termos do artigo 41 da LRF). Em caso de empate com base em tal critério, prevaleceria o plano aprovado pelo maior valor de créditos presentes na assembleia-geral de credores. Em caso de empate também nesse critério, prevaleceria o plano aprovado pelo maior número de credores presentes na assembleia-geral de credores. Caso haja empate também nessa última hipótese, caberia ao juízo da recuperação judicial homologar um dos planos aprovados levando em consideração os princípios previstos no artigo 47 da LRF. Se nenhum dos planos propostos for aprovado pelos credores nos termos da LRF, o juiz decretaria, então, a falência do devedor” (MARQUES, André 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 (Coord.). Recuperação judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020, p. 177-178).

14.112/2020, ou seja, posteriores a 23 de janeiro de 2021 (art. 5º, §1º, inciso I, Lei 14.112/2020).

Por fim, o §7º do art. 56 dispõe que o plano de recuperação dos credores pode prever a conversão de dívida em participação societária por meio da capitalização dos créditos, ainda que haja alteração do controle do devedor.⁶¹ Nesse caso, o dispositivo cria uma nova hipótese de direito de retirada para o acionista da companhia em recuperação judicial: a discordância do acionista em relação ao plano alternativo dos credores que prevê a conversão de dívida em ações e que seja aprovado em assembleia-geral de credores.⁶²

Contudo, o legislador parece não ter se atentado para duas condições prévias e necessárias à conversão de dívida em participação societária: (i) a necessidade de aprovação de aumento de capital social pelos acionistas ou pelo conselho de administração (caso o estatuto da companhia contenha cláusula de capital autorizado), e (ii) o não exercício do direito de preferência conferido aos acionistas em decorrência da emissão de novas ações.

Parte da doutrina, ao comentar o §7º do art. 56, apenas reitera a possibilidade de o plano alternativo prever a conversão de dívida em ações,⁶³ sem maiores digressões a respeito dos aspectos práticos dessa escolha.

61 Em um contexto de plano alternativo dos credores, Arthur Cassemiro Moura de Almeida e Eduardo Galan Ferreira apontam que “a conversão de dívida em participação societária representa uma evolução nos meios de recuperação à disposição das partes envolvidas no processo de recuperação, e tende a produzir resultados mais benéficos, duradouros e eficientes, tanto para superação da crise e manutenção da atividade empresarial quanto para a satisfação dos direitos e interesses dos credores e demais *stakeholders*, em consagração ao princípio da preservação da empresa insculpido no Artigo 47 da LRE” (ALMEIDA, Arthur Cassemiro Moura de; FERREIRA, Eduardo Galan. Conversão de dívida em capital como meio de recuperação judicial. *In*: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado de (Coord.). *Lei de recuperação e falência*: pontos relevantes e controversos da reforma pela lei 14.112/20. Indaiatuba-SP: Foco, 2021, v. 3, p. 55).

62 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 232.

63 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 169.

Em outras palavras, o plano alternativo dos credores pode ser aprovado com tal previsão, mas os acionistas podem se recusar a deliberar sobre eventual aumento de capital ou podem escolher exercer o direito de preferência, caso o aumento de capital seja aprovado. Como cumprir o plano de recuperação nessas situações?

4.1. Uma invasão dos credores na esfera de competência dos acionistas?

O *caput* do art. 50, da Lei 11.101 traz um rol exemplificativo de meios de recuperação judicial, os quais devem observar “a legislação pertinente a cada caso”. Ou seja, os meios de recuperação, entre os quais se inclui a “conversão de dívida em capital social”, devem respeitar as normas de regência dos institutos aos quais se referem.⁶⁴

Ocorre que, em determinadas situações, podem surgir conflitos entre as normas. Essa incoerência sistemática pode resultar da confrontação entre os mecanismos de proteção à diluição acionária, previstos na lei societária, e a prerrogativa reservada a credores na Lei 11.101, que inclui aprovar, como meio de recuperação, o aumento de capital social da companhia devedora.

Na prática, acionistas podem se socorrer da tutela assegurada pela lei societária e, simplesmente, inviabilizar a execução do plano, opondo resistência à autorização do aumento de capital pela assembleia-geral de acionistas ou pelo conselho de administração, em caso de companhia com capital autorizado.

O legislador “[a]dmitiu a continuidade das regras específicas da lei societária, mas não previu a hipótese de sua colisão com as

⁶⁴ FRANCO, Gustavo Lacerda. Apresentação de plano de recuperação judicial alternativo pelos credores na reforma da LRF: uma boa ideia mal implementada. *In*: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado (Coord.). *Lei de recuperação e falência: pontos relevantes e controversos da reforma pela lei 14.112/20*. Indaiatuba-SP: Foco, 2021, v. 2, p. 9.

determinações do diploma por ele próprio criado (o de Falências)”,⁶⁵ razão pela qual surge a “evidente necessidade de interpretação harmônica da LRE em conjunto com a lei societária, seja qual for o tipo societário da empresa em recuperação judicial”.⁶⁶

Segundo Márcio Guimarães, ao trazer o princípio da preservação da empresa como “pedra fundamental” da Lei 11.101/2005, o legislador escolheu “por priorizar o interesse público na continuidade da empresa e na segurança do crédito, harmonizando-o com interesses privados eventualmente conflitantes, cujos titulares são os credores, o devedor e seus acionistas”. O autor continua para afirmar que “a recuperação judicial consubstancia importante instrumento de interesse público, que desempenha papel essencial à harmonização dos diversos interesses que orbitam em torno da atividade empresarial”.⁶⁷

De modo semelhante, Eduardo Secchi Munhoz aponta que “o direito da empresa em crise deve buscar uma organização eficiente de todos os demais interesses, centrando-se na busca da concretização do interesse público (na concepção romana, ou seja, de interesse

65 MACHADO, Nelson Marcondes. A assembléia geral de credores e seus conflitos com a assembléia geral de acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 156.

66 CARPENTER, Marcelo Lamego; LORETTI, Ricardo; FUCCI, Rafaela. O direito societário e a recuperação judicial – interseções e limites. In: CELIDÔNIO, Luciana Santos; BACELAR, Luiz Gustavo; AMADO, Renata Martins de Oliveira (Coord.). *Direito empresarial: estudos jurídicos em homenagem a Maria Salgado*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 246.

67 Continuando seu raciocínio, Márcio Guimarães sustenta que “a sociedade devedora e os seus acionistas têm interesses (legítimos) na obtenção de resultados positivos (lucros), cuja natureza é eminentemente privada, sendo, por consequência, mitigada quando da insolvência empresarial” (GUIMARÃES, Márcio. O aumento do capital social como meio de recuperação judicial e a desnecessária submissão à assembleia geral de acionistas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 3, p. 107-109).

do povo), expresso nos princípios e objetivos da ordem econômica [...]”.⁶⁸

Nesse cenário, de acordo com Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, “na interseção dos dois microsistemas em questão prevalece aquele relacionado à recuperação da empresa, porque os interesses nele presentes são de natureza mais relevante [...] do que os dos sócios dissidentes”.⁶⁹⁻⁷⁰ Para Marcelo Lamego Carpenter, Ricardo Loretti e Rafaela Fucci, “o que se tem visto [...] é uma tendência cada vez mais acentuada de alargamento da competência do juiz da recuperação judicial, que, não raras vezes, é chamado a decidir questões que vão muito além da simples análise dos créditos e sua classificação” e de outras matérias comuns ao cotidiano do processo de recuperação judicial.⁷¹

Por essa linha de raciocínio, caso os acionistas da companhia se recusem a autorizar o aumento de capital necessário à conversão

68 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Pressupostos da recuperação judicial. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Tratado de direito comercial: falência e recuperação de empresa e direito marítimo*. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 7, p. 165.

69 VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Direito de retirada: tratamento legal na falência e na recuperação. Hipóteses de suspensão, possibilidade, ou não, de eliminação do direito de retirada. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 105.

70 A esse respeito, vale conferir julgado proferido pelo TJRJ na recuperação judicial do Grupo Oi: “Por se encontrar a sociedade em um regime especial, as disposições contidas na lei n. 6.404/76 devem se harmonizar com a situação de excepcionalidade, cuja proteção jurídica não se destina aos seus sócios ou acionistas, mas sim no resguardo da empresa em recuperação judicial. A recuperação judicial, portanto, baliza e restringe o exercício dos direitos societários, que deve ser pautado no princípio da preservação da empresa e de sua função social” (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Agravo de Instrumento 0072315-31.2017.8.19.0000. Des. Mônica Maria Costa di Piero. 8ª Câmara Cível. Rio de Janeiro, 11 set. 2018).

71 CARPENTER, Marcelo Lamego; LORETTI, Ricardo; FUCCI, Rafaela. O direito societário e a recuperação judicial – interseções e limites. In: CELIDÔNIO, Luciana Santos; BACELAR, Luiz Gustavo; AMADO, Renata Martins de Oliveira (Coord.). *Direito empresarial: estudos jurídicos em homenagem a Maria Salgado*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 243-244.

de dívida em ações, o juízo da recuperação poderia impor o aumento de capital.⁷²

Diante da escolha entre decretar a falência e “desprezar as diretrizes da Lei das S.A.”, Nelson Marcondes Machado entende que “a segunda alternativa é a mais acertada, por ser mais compatível com o espírito que o direito falencial busca semear, sempre com vistas ao interesse não apenas daquela sociedade, daqueles credores ou daqueles acionistas, mas de um benefício social de mais amplo alcance”. Para o autor, “[é] o interesse social, repita-se, que está em questão, fazendo sobrepor a lei falencial à norma societária ou, eventualmente, até ao estatuto social, ainda que esses últimos tracem diferentes procedimentos para a consecução das medidas inseridas no plano de recuperação”.⁷³

72 Juliana Bumachar admite a “recusa justificável” dos acionistas e administradores à realização do aumento de capital para permitir a conversão de dívida em ações, mas sem se aprofundar na discussão (BUMACHAR, Juliana. O plano de recuperação judicial apresentado pelos credores. *In*: SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; CARNIO, Daniel (Coord.). *Recuperação de empresas e falência*: diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri-SP: Atlas, 2021, p. 418).

73 O autor continua para dizer que “a vontade social que vem expressa nas decisões tomadas na assembléia de acionistas deve levar em conta os interesses coletivos, acima dos particulares”. E arremata: “Se na vida diária da sociedade assim o é, na situação de recuperação judicial deve ser mais ainda, porquanto o moderno Direito Falimentar impõe que o interesse social – não apenas no seio da companhia, mas na comunidade como um todo – deve expressar o ponto de convergência das ações tomadas para a recuperação de um organismo empresarial” (MACHADO, Nelson Marcondes. A assembléia geral de credores e seus conflitos com a assembléia geral de acionistas. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 157-160). Márcio Guimarães adota postura semelhante ao dizer que, “[n]o caso de aumento de capital da sociedade recuperanda, aprovado pelos credores, a observância à legislação pertinente diz respeito às regras de ordem pública para a sua implementação – e não à preservação dos direitos dos acionistas, sequer mencionados no inciso IV do art. 50 da lei 11.101/2005. Dessa forma, na hipótese de o aumento de capital ser previsto como meio de recuperação no plano, indispensável seguir as regras de publicidade e registro para sua implementação” (GUIMARÃES, Márcio. O aumento do capital social como meio de recuperação judicial e a desnecessária submissão à assembleia geral de acionistas. *In*: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Coord.). *Direito*

Contudo, ao menos em princípio, essa não parece ser a interpretação mais harmônica da Lei 11.101/2005 em conjunto com a Lei 6.404/1976.⁷⁴ Como bem ressaltado por Cássio Cavalli, “a opção pela preponderância do plano de recuperação judicial sobre mecanismos legais de proteção de acionistas minoritários e debenturistas acarreta consequências ao mercado de capitais e ao custo de financiamento de empresas”, de tal modo que “é fundamental que se aprofunde as investigações doutrinárias tendentes a solucionar os possíveis conflitos entre o plano de recuperação judicial e a legislação societária”.⁷⁵

O conflito entre as normas societárias e o regime da Lei 11.101/2005 foi objeto de ampla discussão nos autos da recuperação judicial do Grupo Oi.

Naquele caso, o plano previu a conversão de dívida em ações e bônus de subscrição, o que exigiria a autorização de aumento de capital pelo conselho de administração. Curiosamente, a Cláusula 10.3 tratou da aprovação do aumento de capital pela assembleia-geral de acionistas e estabeleceu que se “houver qualquer empecilho a essa aprovação, ele poderá ser suprido por decisão do Juízo da Recuperação Judicial”. Acionistas minoritários se opuseram ao aumento de capital e iniciaram uma arbitragem para impedir que o conselho de administração deliberasse sobre o aumento de capital. Foi convocada

societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 3, p. 122).

74 Marcelo Vieira von Adamek entende “não existir preponderância, superioridade ou prevalência das regras concursais sobre as societárias, propalada por alguns, nem mesmo quando no jogo do fórum se invoque a poderosa carta de ‘Super Trunfo’ do ‘princípio da preservação da empresa’ (LRE, art. 47), à luz da qual por vezes se tem ido além – muito, muito além – da lei” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. O plano de recuperação judicial de credores na reforma da lei de recuperação de empresas e falência (LRE, arts. 6º, §4-A, e 56, §§ 4º a 8º). In: VASCONCELOS, Ronaldo *et al.* (Coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência (lei n. 14.112/20)*. São Paulo: Editora IASP, 2021, p. 681-682).

75 CAVALLI, Cássio. Plano de recuperação. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Tratado de direito comercial: falência e recuperação de empresa e direito marítimo*. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 7, p. 271.

reunião extraordinária do conselho para votar o aumento de capital, com fundamento na decisão que concedeu a recuperação judicial, mas o árbitro de urgência deferiu medida liminar para obstar a referida reunião.

Diante do conflito de competência instalado, o Superior Tribunal de Justiça foi provocado e decidiu que “a concessão da recuperação judicial não afasta a aplicação das normas previstas na Lei das S/A concernentes aos atos *interna corporis* da sociedade empresária” e que “[a]s deliberações da assembleia de credores – apesar de sua soberania – estão sujeitas aos requisitos de validade dos atos jurídicos em geral”.⁷⁶ Por essa razão, seria necessário observar a legislação pertinente, nos termos do *caput* do art. 50 da Lei 11.101/2005.⁷⁷

Nesse contexto, à luz da aprovação pelos credores do plano alternativo com a previsão de conversão de dívida em *equity*, como se deve compatibilizar o regime de recuperação judicial com as regras de direito societário?

Em primeiro lugar, o plano alternativo deve estabelecer prazos para que os atos societários sejam praticados e operacionalizem a conversão da dívida em participação acionária. Caso contrário, será necessário buscar uma decisão do juízo da recuperação que fixe um prazo. Como o aumento de capital deverá ser aprovado pela assembleia-geral de acionistas ou pelo conselho de administração (se houver capital autorizado), o plano deve estipular o prazo dentro do qual os administradores deverão convocar a reunião para deliberar sobre o assunto. Em caso de recusa ou de descumprimento do prazo, o

76 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Conflito de Competência nº 157.099/RJ. Min. Nancy Andrighi. 2ª Seção. *Revista Eletrônica de Jurisprudência*, Rio de Janeiro, 10 out. 2018.

77 Vale mencionar que a arbitragem instaurada não seguiu em frente, visto que o Grupo Oi e os acionistas minoritários celebraram acordo para resolver o litígio (CARPENTER, Marcelo Lamago; LORETTI, Ricardo; FUCCI, Rafaela. O direito societário e a recuperação judicial – interseções e limites. In: CELIDÔNIO, Luciana Santos; BACELAR, Luiz Gustavo; AMADO, Renata Martins de Oliveira (Coord.). *Direito empresarial: estudos jurídicos em homenagem a Maria Salgado*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 256).

juízo da recuperação poderá determinar a convocação da assembleia-geral, sob pena de descumprimento do plano e de possível convocação em falência.

Em segundo lugar, uma vez instalada a assembleia-geral de acionistas ou a reunião do conselho de administração, é possível que, mesmo com o fantasma da falência, os acionistas e os membros do conselho de administração da companhia rejeitem o aumento de capital. Nesse caso, embora o juízo da recuperação possa identificar o descumprimento do plano e convocar a recuperação judicial em falência, abre-se caminho para discussão de eventual abuso no exercício do voto dos acionistas (art. 115, Lei 6.404/1976).⁷⁸

Foi isso que ocorreu na recuperação judicial do Grupo Renuka, na qual o TJSP reconheceu a posição abusiva do acionista minoritário que se opôs a aumento de capital previsto no plano. De acordo com o Des. Alexandre Marcondes, para oferecer “à companhia a possibilidade de soerguimento, a decisão agravada, acertadamente, ponderou os interesses envolvidos e determinou a dispensa do voto afirmativo da agravante com vistas ao cumprimento escorreito do plano de recuperação judicial”. O julgador continua seu raciocínio para reconhecer o “comportamento abusivo da agravante, acionista minoritária que insistentemente busca apenas a prevalência de seus interesses, olvidando-se que a companhia está em processo de recuperação judicial”.⁷⁹

De modo semelhante, na recuperação judicial do Grupo Daslu, acionistas minoritários se opuseram à transferência da marca Daslu nos termos do plano, com base em direito de veto conferido em

78 CARPENTER, Marcelo Lamego; LORETTI, Ricardo; FUCCI, Rafaela. O direito societário e a recuperação judicial – interseções e limites. In: CELIDÔNIO, Luciana Santos; BACELAR, Luiz Gustavo; AMADO, Renata Martins de Oliveira (Coord.). *Direito empresarial: estudos jurídicos em homenagem a Maria Salgado*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 243-244.

79 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento nº 2257715-26.2016.8.26.0000. Relator: Desembargador Alexandre Marcondes. São Paulo, 30 jul. 2018.

acordo de acionistas. Ao analisar o conflito de interesses, o TJSP entendeu que “não se admite que interesses de sócios, sejam eles minoritários ou majoritários, obstaculizem a recuperação da companhia e, desta forma, optem pela falência da sociedade, sob o pretexto de exercerem prerrogativas ou direitos que lhes foram concedidos em pacto parassocial”.⁸⁰

Por fim, uma vez autorizado o aumento de capital, os acionistas terão a possibilidade de exercer seu direito de preferência e subcrever as novas ações emitidas. Ao contrário do plano de recuperação proposto pelo devedor, no plano alternativo dos credores a previsão de cláusulas de *best efforts*⁸¹ e de renúncia ao direito de preempção por acionistas relevantes,⁸² a princípio, são de difícil viabilização.

Nesse cenário, parece mais adequado prever no plano alternativo que os credores que optaram pela conversão de dívida em ações recebam, por meio de distribuição *pro rata*, o montante obtido com a subscrição das novas ações pelos acionistas preexistentes, nos termos do art. 171, §2º, da Lei 6.404/1976 (“no aumento mediante capi-

80 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Câmara Reservada à Falência e Recuperação. Agravo de Instrumento nº 0154311-66.2011.8.26.0000. Relator: Desembargador Pereira Calças. São Paulo, 24 jan. 2012. O acórdão foi mantido no STJ (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3ª Turma. Data de Publicação. Recurso Especial nº 1.539.445/SP. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. São Paulo, 13 mar. 2018).

81 A cláusula de *best efforts*, conhecida no Brasil como cláusula de melhores esforços, pode ser definida como uma obrigação de meio através da qual uma das partes contratantes se compromete a realizar esforços razoáveis de forma efetiva e diligente a fim de alcançar o objetivo descrito na cláusula contratual (COSTA, Márcio Henriques da. *Cláusula de melhores esforços: best efforts*. Curitiba: Juruá, 2016. p. 25). Foi exatamente isso o que se estipulou na Cláusula 4.6 do plano de recuperação judicial do Grupo Eneva, por meio da qual a companhia se comprometeu a atuar diligentemente para que os acionistas controladores renunciassem ao exercício do direito de preferência.

82 Na recuperação judicial do Grupo OGX, a OGPar e Eike Batista, acionistas controladores do grupo, renunciaram ao exercício do direito de preferência no aumento de capital, conforme previsão da Cláusula 5.1.3.10 do plano de recuperação. Dessa forma, tais acionistas concordaram com a diluição de sua participação em prol do soerguimento da companhia. O mesmo se deu na recuperação judicial do Grupo Inepar, conforme Cláusula 7.4.4 do plano.

talização de créditos [...] será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado [...]).

Foi o que ocorreu na recuperação judicial do Grupo Oi, cuja Cláusula 4.3.3.5 (b) estabeleceu que “se exercido o direito de preferência pelos atuais acionistas da Oi, as importâncias por eles pagas serão entregues aos [...] titulares dos Créditos Quirografários dos Bondholders Qualificados a serem capitalizados”.⁸³

A solução é interessante sob o ponto de vista dos credores, pois se o aumento de capital for integralmente subscrito pelos acionistas preexistentes, os credores poderão ver seus créditos adimplidos, total ou parcialmente, em dinheiro e em curto prazo.

Conclusão.

O pedido de recuperação judicial realizado por uma companhia pode provocar profunda modificação na dinâmica das relações de poder, conferindo a seus credores influência relevante sobre o futuro da companhia, por meio da aprovação ou da rejeição do plano de recuperação elaborado pelos administradores e pelo acionista controlador, ou pela apresentação de um plano alternativo de recuperação.

A conversão de dívida em participação acionária pode ser utilizada como meio de recuperação do devedor, operando-se o adimplemento de suas obrigações por meio da entrega a credores de valores mobiliários emitidos pela companhia. Realiza-se um aumento de capital social, com a emissão de novas ações (ou debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição) subscritas e integralizadas por meio da capitalização de créditos.

83 O plano de recuperação do Grupo Eternit também contém previsão nesse sentido, conforme Cláusula 4 (vi) (c).

A partir do estudo das cláusulas relativas à conversão de dívida em *equity* inseridas em planos de recuperação de determinadas companhias, pode-se observar o diálogo entre o direito da crise do empresário e o direito societário, notadamente quanto ao exercício do direito de preferência do acionista e demais normas que vedam a diluição injustificada dos acionistas e determinam critérios para a fixação do preço de emissão das ações.

Para que a operação seja bem-sucedida, por vezes se mostra necessário que o acionista controlador e demais acionistas relevantes da companhia renunciem ao exercício de seu direito de preferência. Com isso, os acionistas da companhia admitem uma diluição de sua participação a fim de garantir a sobrevivência da empresa. Essa diluição deve ser considerada justificada, visto que é promovida no interesse da companhia, observados os parâmetros legais para fixação do preço de emissão das ações. Em tese, é mais vantajoso para a companhia (e para seus acionistas) adimplir suas obrigações por meio da conversão de dívida em ações, pois atrai para o corpo de acionistas da companhia mais pessoas (físicas ou jurídicas) interessadas no sucesso do processo de recuperação.

O aumento de capital social deve ser deliberado de modo a corresponder ao montante de créditos cujos titulares adotem essa forma de adimplemento.

Na hipótese em que um credor (ou grupo de credores) não possa ou não tenha interesse em se tornar acionista da companhia, o plano de recuperação pode prever a atuação de um comissário para concretizar a venda das ações, seja na bolsa de valores, seja em mercado de balcão ou em outro ambiente de negociação. Uma vez realizada a venda, o valor obtido deve ser depositado na conta corrente indicada pelo credor.

Além disso, a Reforma da Lei 11.101 facultou a credores a apresentação de plano de recuperação alternativo, caso o plano do devedor não seja aprovado em assembleia-geral de credores ou caso o plano do devedor não tenha sido objeto de deliberação no prazo

do *stay period*. Essa inovação confere aos credores ainda mais poder de barganha no processo de recuperação judicial.⁸⁴

O plano alternativo pode estabelecer a conversão de dívida em ações como meio de recuperação, nos termos do novo §7º do art. 56 da Lei nº 11.101/2005. Como a proposta parte dos credores, é possível que se instalem conflitos com os acionistas da companhia, que podem não ter qualquer interesse na capitalização de créditos e na diluição de sua participação. Como proceder se os acionistas não deliberarem a favor do aumento de capital necessário para a conversão de dívida em *equity* e o conseqüente cumprimento do plano?

Nesse caso, embora o juízo da recuperação possa identificar o descumprimento do plano e convolar a recuperação judicial em falência, parece possível ao juiz reconhecer o abuso no exercício do voto por acionistas. Certamente, essa é uma questão que os tribunais serão chamados a decidir.

Por fim, deve-se ressaltar que a conversão de dívida em *equity* pode funcionar como interesse modo de a companhia em recuperação adimplir suas obrigações, preservando suas disponibilidades de caixa e melhorando sua saúde financeira. As propostas apresentadas neste trabalho têm por objetivo provocar discussões em torno da capitalização de créditos como meio de recuperação. Resta saber como o Poder Judiciário lidará com as potenciais discussões que podem surgir, caso tal meio de recuperação esteja previsto em plano alternativo apresentado por credores.

84 Para Gabriel José de Orleans e Bragança, João Guilherme V. Lavrador e Wilson Cunha Campos, “o plano dos credores vem em boa hora, como medida apta a equilibrar a balança de negociação que há entre recuperanda e seus credores que, por vezes, se veem obrigados a ceder mais do que gostariam por reecer a quebra da empresa em recuperação judicial” (BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans; LAVRADOR, João Guilherme V.; CAMPOS, Wilson Cunha. O plano de recuperação judicial apresentado pelos credores: reflexões sobre procedimento e seus impactos negociais. In: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANSANTE, Gilberto (Coord.). *Recuperação judicial e falência*: atualizações da lei nº 14.112/202 à lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 96).

