

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 18

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 2016

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. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, 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), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (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 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, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto e Viviane Perez.

Pareceristas Deste Número: Adem Bafti (UNIVAP), Caroline da Rosa Piniheiro (UFRJ), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), Jacques Labrunie (PUC-SP), Milena Donato Oliva (UERJ), Sergio Negri (UFJF), Samuel Max Gabbay (UFRN) e Vitor Monteiro (UFAL).

PATROCINADORES:



MOREIRA MENEZES . MARTINS . MIRANDA
ADVOGADOS

ISSN 1983-5264

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

Revista semestral de direito empresarial. — nº 18 (janeiro/junho 2016)
. — Rio de Janeiro: Processo, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicada no segundo semestre de 2017.

Editorial

Como chefe do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ, cumpre-me, com imensa satisfação, apresentar o décimo oitavo número da Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE à comunidade jurídica.

Em temática de grande atualidade, o artigo inaugural, de autoria do Professor norte-americano Robert Klitgaard e intitulado “*Corruption*”, enfrenta, dentre outros pontos, as instigantes questões sobre o que seria efetivamente corrupção, como seria possível mensurá-la, quão prejudicial seriam as diversas formas de corrupção e o que um líder poderia fazer a respeito da corrupção.

Na sequência, o Professor norte-americano Michael Johnston, em trabalho intitulado “*Making Transparency Real? Accounting and Popular Participation in Corruption Control*”, traça interessante análise entre contabilidade, transparência e corrupção, concluindo que técnicas de contabilidade rigorosas e qualificadas podem se tornar um poderoso instrumento anticorrupção, auxiliando na produção de melhores governanças e negócios, desde que contem com o apoio ativo dos cidadãos.

Sob o título “A Conversão de Dívida em Participação Acionária como Meio de Recuperação Judicial”, o Professor e coeditor de nossa RSDE Mauricio Moreira Menezes em coautoria com o advogado e mestrando em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela UERJ Rodrigo Saraiva Porto Garcia oferecem relevante análise sobre a conversão de dívida em participação acionária como meio de recuperação judicial de empresas, examinando o teor das cláusulas inseridas em planos de recuperação judicial com o intuito de promover o pagamento de credores por intermédio da conversão de sua dívida em ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição emitidos pela companhia.

No artigo “*L’impresa Agricola Tra Diritto Agrario e Diritto Commerciale*”, a Professora de Direito Comercial Monica Cossu discorre sobre as reformas sofridas pela legislação italiana que disciplina o modelo de empresa agrícola e aponta alguns dos efeitos dessas alterações, comparando os regimes jurídicos das sociedades comerciais com os das sociedades agrícolas, notadamente no que se refere à sujeição ao instituto da falência.

Em seguida, o Professor e Desembargador José Marcos Rodrigues Vieira e a Professora Maria Celeste Morais Guimarães contribuem com suas reflexões, em artigo intitulado “Por um Calendário Processual na Recuperação Judicial de Empresas – uma Proposta para Alteração da Lei nº 11.101/2005”, sugerindo reforma pontual da Lei nº 11.101/2005 de modo a permitir a adoção, de comum acordo, de um calendário para a prática dos atos processuais na Recuperação Judicial de Empresas, instrumento já admitido pelo Código de Processo Civil de 2015, com vistas a dar maior celeridade e efetividade ao processo recuperatório.

O Professor Marcelo Lauar, em seu trabalho “Limitação da Responsabilidade Patrimonial como Fator de Proteção ao Investimento: Razões e Propostas para uma Missão de Resgate”, oferece encaminhamentos de ordem legislativa e jurisdicional que possam servir de base pragmática para a proteção do investimento produtivo no Brasil, debatendo os paradigmas da limitação da responsabilidade patrimonial e o fato de o papel garantidor do capital social ter sido esquecido em prol de uma dilatada aplicação do instituto da desconsideração da personalidade jurídica.

O Professor e doutorando pela UERJ Cláudio Luiz de Miranda e o advogado e mestre pela UERJ Rodrigo da Guia Silva, em coautoria, contribuem com artigo intitulado “Lucro da Intervenção: A Restituição do Lucro Obtido Mediante Intromissão em Direito Alheio”, investigando qual seria o adequado enquadramento dogmático do lucro da intervenção no direito brasileiro.

No artigo “A Responsabilidade Civil das Corretoras de Valores Mobiliários em Razão de Incompleto Cumprimento das Ordens dos

Clientes e o Cálculo do Montante do Dano”, o Professor José Gabriel Assis de Almeida estuda a obrigação das corretoras de valores mobiliários em executar integralmente as ordens de seus clientes e a responsabilidade civil no caso de incompleta execução de tais ordens, defendendo que a melhor forma de se calcular eventual indenização devida seria por meio da teoria da perda de uma chance.

Encerrando este número, o advogado e mestre Thiago Salles Rocha, por meio de pesquisa que se utilizou dos métodos histórico, jurídico interpretativo e comparativo, dedica-se à caracterizar e abordar as peculiaridades do que chama de “regime jurídico especial de invalidades” aplicável às deliberações assembleares ocorridas no âmbito das sociedades anônimas, sob artigo intitulado “Do Regime Jurídico Especial de Invalidades dos Atos Jurídicos Ocorridos nas Assembleias das Sociedades Anônimas”.

Sempre imbuídos da missão de atender às expectativas de nossos leitores, a todos desejamos uma ótima leitura.

Prof. Sérgio Campinho
Chefe do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
Faculdade de Direito/UERJ

Colaboraram neste número

Cláudio Luiz de Miranda

Doutorando em Direito de Empresa pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Mestre em Direito de Empresa pela UERJ. Extensão em Finanças pelo COPPEAD/UFRJ. Professor substituto de Direito Comercial da UERJ. Professor do Programa de Pós-graduação da Fundação Getúlio Vargas – FGV-RIO e do MBA do Instituto COPPEAD/UFRJ. Advogado, sócio do escritório Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados. E-mail: clmbfilho@gmail.com

José Gabriel Lopes Assis de Almeida

Doutor em Direito pela Université Panthéon Assas – Paris II. Professor Adjunto da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ e da Escola de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro – UNIRIO. Advogado. E-mail: jgaa@aaalaw.com.br

José Marcos Rodrigues Vieira

Doutor em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Professor Titular de Direito Processual Civil da Faculdade de Direito da UFMG. Desembargador do Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais. E-mail: josemarcosvieira@tjmg.jur.br

Marcelo Lauer

Professor da Universidade Federal Rural do Semiárido – UFERSA. Doutorando em Ciências Jurídico-Empresariais pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra – FDUC. Membro dos Grupos de Pesquisa “Risco, transparência e litigiosidade” (FDUC) e “Direito, Economia e Mercados” (DIREM/UFERSA). Advogado. E-mail: marcelo.lauer@ufersa.edu.br

Maria Celeste Moraes Guimarães

Mestre e Doutora em Direito Empresarial pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Membro do Instituto Brasileiro de Estudos de Recuperação de Empresas – IBR e do *International Association of*

Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals. Advogada. E-mail: mariaceleste@uol.com.br

Mauricio Moreira Menezes

Professor Titular de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Advogado. E-mail: mauricio@moreiramenezes.com.br

Michael Johnston

B.A., Macalester College (1971). M.Phil (1974) and Ph.D. (1977), Yale University. Charles A. Dana Professor of Political Science (Emeritus) at Colgate University. Distinguished Professor of the International Anti-Corruption Academy (IACA). Senior member, Editorial Board of Crime, Law and Social Change. Professor of University of Pittsburgh (1976-1986). Visiting lecturer in politics and visiting fellow, Centre for Urban and Regional Research, University of Glasgow, Scotland. Visiting fellow, Department of Politics and Institute for Research in the Social Sciences, University of York, England. Visiting professor, Department of Politics and college fellow, St. Aidan's College, University of Durham, England. Visiting professor, departamento de ciencias politicas, Universidad de Santiago de Compostela, Spain. Member, School of Social Sciences, and National Endowment for the Humanities Fellow, Institute for Advanced Study, Princeton, NJ. E-mail: mjohnston@colgate.edu

Monica Cossu

Professore associato confermato di Diritto commerciale. Delegato Rettorale Area giuridica e regolamentazione. E-mail: mccossu@uniss.it

Robert Klitgaard

A.B. (philosophy), Harvard College. M.P.P., Kenedy School of Government, Harvard University. Ph.D. (public policy), Harvard University. University Professor at Claremont Graduate University, where he served as President from 2005 to 2009. E-mail: robert.klitgaard@gmail.com

Rodrigo da Guia Silva

Mestre em Direito Civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Membro do Instituto Brasileiro de Direito Civil. Membro do Comi-

tê Brasileiro da *Association Henri Capitant des amis de la culture juridique française*. Advogado. E-mail: rodrigo.daguiasilva@gmail.com

Rodrigo Saraiva Porto Garcia

Mestrando em Direito de Empresa e Atividades Econômicas na Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Especialista em Direito pela Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro. Bacharel em Direito pela Universidade Federal Fluminense – UFF. Advogado. E-mail: rgarcia@gcm.adv.br

Thiago Salles Rocha

Mestre em Direito de Empresa pela Faculdade de Direito Milton Campos (2012). Especialização lato sensu em Direito de Empresa pela Faculdade de Direito Milton Campos (2011). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito Milton Campos (2008). Advogado. E-mail: thiagosr00@hotmail.com

Sumário

CORRUPTION Robert Klitgaard	1
MAKING TRANSPARENCY REAL? ACCOUNTING AND POPULAR PARTICIPATION IN CORRUPTION CONTROL Michael Johnston	23
A CONVERSÃO DE DÍVIDA EM PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA COMO MEIO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL Mauricio Moreira Menezes e Rodrigo Saraiva Porto Garcia.....	37
L'IMPRESA AGRICOLA TRA DIRITTO AGRARIO E DIRITTO COMMERCIALE Monica Cossu	77
POR UM CALENDÁRIO PROCESSUAL NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DE EMPRESAS – UMA PROPOSTA PARA ALTERAÇÃO DA LEI N. 11.101/2005 José Marcos Rodrigues Vieira e Maria Celeste Morais Guimarães	117
LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE PATRIMONIAL COMO FATOR DE PROTEÇÃO AO INVESTIMENTO: RAZÕES E PROPOSTAS PARA UMA MISSÃO DE RESGATE Marcelo Luar	135
LUCRO DA INTERVENÇÃO: A RESTITUIÇÃO DO LUCRO OBTIDO MEDIANTE INTROMISSÃO EM DIREITO ALHEIO Cláudio Luiz de Miranda e Rodrigo da Guia Silva.....	185
A RESPONSABILIDADE CIVIL DAS CORRETORAS DE VALORES MOBILIÁRIOS EM RAZÃO DE INCOMPLETO CUMPRIMENTO DAS ORDENS DOS CLIENTES E O CÁLCULO DO MONTANTE DO DANO José Gabriel Assis de Almeida	225
DO REGIME JURÍDICO ESPECIAL DE INVALIDADES DOS ATOS JURÍDICOS OCORRIDOS NAS ASSEMBLEIAS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS Thiago Salles Rocha	245

A CONVERSÃO DE DÍVIDA EM PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA COMO MEIO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL¹

**THE CONVERSION OF DEBT TO EQUITY AS A MECHANISM TO
PROMOTE THE JUDICIAL REORGANIZATION OF A COMPANY**

*Mauricio Moreira Menezes
Rodrigo Saraiva Porto Garcia*

Resumo: Este artigo tem por objeto a análise da conversão de dívida em participação acionária como meio de recuperação judicial. Uma primeira fotografia da operação revela que, a depender das circunstâncias e do modo como realizada, pode provocar relevantes mudanças na dinâmica das relações de poder na companhia em crise. Diante desse cenário, convém examinar o teor das cláusulas inseridas em planos de recuperação judicial com o intuito de promover o pagamento de credores por intermédio da conversão de sua dívida em valores mobiliários emitidos pela companhia. O estudo dessas cláusulas exige a verificação de sua validade à luz das regras de Direito Societário, notadamente o direito de preferência dos acionistas, a vedação à diluição injustificada dos acionistas e a fixação do valor do aumento de capital.

Palavras-Chave: Recuperação judicial da companhia. Plano de recuperação judicial. Conversão de dívida em participação acionária.

¹ Artigo recebido em 18.12.2017 e aceito em 29.12.2017.

Abstract: This paper's subject is the analysis of the conversion of debt to equity as a mechanism to promote the judicial reorganization of a company in economic and financial distress. At first, there is a brief introduction to address the shifts in the dynamic of power within the company right after the filing for judicial reorganization. Thereafter, the article examines the clauses inserted in judicial reorganization plans to fulfill the payment of creditors through the conversion of debt into securities issued by the company. The study of such clauses demands the verification of their validity according to the rules of Corporate Law, notably the right of preference, the impediment towards the unjustified dilution of shareholders and the setting of the value of a share capital increase.

Keywords: Corporate judicial reorganization. Judicial reorganization plan. Conversion of debt to equity.

Sumário: 1. Introdução. 2. Dinâmica das relações de poder na companhia em recuperação judicial. 3. A conversão de dívida em participação acionária como meio de recuperação judicial. 4. Uma análise das cláusulas inseridas em planos de recuperação judicial. 4.1. O aumento de capital por meio da capitalização de créditos e o direito de preferência dos acionistas. 4.1.1. A cláusula de *best efforts*. 4.1.2. A renúncia ao exercício do direito de preferência no plano de recuperação. 4.1.3. O problema da diluição injustificada dos acionistas. 4.2. O valor do aumento de capital. 4.3. A figura do comissário na conversão de dívida em participação acionária. 5. Conclusão.

1. 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 nº 6.404/1976)².

Segundo o tradicional modelo brasileiro de propriedade acionária, baseado na concentração de capital, o acionista controlador é titular de mais da metade do capital social da companhia. Com o movimento de financiamento das sociedades anônimas por meio do mercado de capitais ao longo da primeira década do século XXI, foram testemunhados casos de companhias que buscaram a dispersão de seu capital social, com sucessiva listagem no Novo Mercado da B3, de tal modo que, hoje em dia, há companhias em que o acionista controlador é titular de ações representativas de pequena parcela do capital social – desde que esta parcela seja superior àquela dos demais acionistas (individuais ou organizados em bloco) que se fazem presentes em assembleia geral.

Embora de difícil verificação no Brasil, é possível que a dispersão acionária seja tão profunda que o controle não seja exercido por um acionista determinado ou por um grupo de acionistas, mas sim pelos membros do conselho de administração, como verdadeiro controle gerencial. Trata-se de hipótese de controle interno desvinculado da participação acionária. No chamado *management control* os administradores assumem o comando da companhia e se perpetuam no poder utilizando mecanismos de representação dos acionistas na assembleia geral, como o voto por procuração.

Além das hipóteses acima mencionadas, há quem defenda o controle externo como modalidade de poder de controle, que seria

2 Fábio Konder Comparato define o poder de controle da seguinte maneira: “O controle é, pois, a prerrogativa possuída pelo titular de um poder superior de impor suas decisões sobre o titular de um poder inferior [...] Eis porque o controle é o poder jurídico moderno, próprio das sociedades ou organizações complexas, nas quais se manifesta necessariamente uma hierarquização de funções. Ele é, também, o poder de fato, exercido *ab extra* sobre os administradores de uma pessoa jurídica privada, ou sobre os que detêm oficialmente o poder político” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. X).

exercido por terceiro, o qual, embora estranho ao quadro acionário, detenha influência sobre a gestão da companhia, seja em razão de estipulação contratual ou de um direito de crédito³.

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 devedor⁴.

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 devedora⁵.

Logo, a questão se torna problemática a partir da instauração do regime da recuperação judicial, desde a apresentação de seu pedido ao juízo competente.

Se por um lado o acionista controlador detém a faculdade de decidir pelo requerimento da recuperação judicial (seja por meio de deliberação da assembleia-geral de acionistas, seja por determinação direta à administração da companhia, em casos urgentes, conforme dispõe o art. 122, IX e parágrafo único, Lei nº 6.404/1976) e de liderar (ou orientar) os trabalhos de elaboração do plano de recuperação a ser apresentado pela companhia, por outro sujeita-se à autonomia da vontade dos credores, no que diz respeito à aprovação ou rejeição do referido plano.

Dentre os meios de recuperação propostos pelo devedor, a conversão de dívida em participação acionária pode produzir rele-

3 Ibidem, p. 48.

4 Cite-se novamente a lúcida opinião de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho: “Há, assim, em primeiro lugar, toda uma série de hipóteses em que o controle externo resulta de uma situação de endividamento da sociedade. Em razão 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” (Ibidem, p. 90-91).

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

vantes repercussões na dinâmica das relações de poder na sociedade anônima, incluindo-se a diluição da participação de acionistas, com chances reais de tomada do poder de controle por credores, a depender da magnitude e do perfil do endividamento.

Este artigo tem por objetivo ofertar reflexões sobre as consequências do referido meio de recuperação, a partir do exame do conteúdo de cláusulas inseridas em planos de recuperação judicial, à luz da conjugação da disciplina societária com a da crise da empresa.

2. Dinâmica das relações de poder na companhia em recuperação judicial.

Com o pedido de recuperação judicial, a companhia busca condições que viabilizem 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 o poder de aprovar o plano de recuperação proposto pela companhia ou rejeitá-lo, por meio de deliberação tomada em assembleia geral de credores (art. 35, I, Lei nº 11.101/2005).

Portanto, é válido sustentar que a submissão de uma companhia ao procedimento de recuperação judicial conduz à perda relativa de poder por parte do controlador e, simultaneamente, ao aumento de poder dos credores.

A despeito dessa realidade, pondere-se que a perda relativa de poder não correspondem 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 societária⁶.

⁶ Não há na Lei nº 11.101/2005 caminho para uma tomada hostil do poder de controle por credores. Há, tão somente, a possibilidade de previsão dessa solução no plano de recuperação, o que evidentemente contará com a aprovação do próprio acionista controlador.

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.

Nesse sentido, Lucian Arye Bebchuck comenta que a recuperação judicial consubstancia-se, essencialmente, em uma “alienação hipotética” dos ativos empresariais, em que os participantes “pagam” por uma companhia mediante seus respectivos direitos e interesses na própria companhia, recebendo em troca “tickets” na companhia resultante da reorganização, ou seja, recebendo direitos na “nova” entidade (leia-se, na organização saneada)⁷.

Embora essa perspectiva possa parecer, sob o olhar da cultura jurídica brasileira, uma visão simplista do que seja a reorganização societária no âmbito da recuperação judicial, um argumento daquele raciocínio pode ser plenamente aceito à luz do sistema da Lei nº 11.101/2005: a racionalidade prática da reorganização consiste na expectativa que tem o credor de apreender mais valor para seu interesse do que aquele que seria obtido na falência, por meio da alienação pura e simples dos bens empresariais do falido, para posterior distribuição do produto da venda.

Com efeito, salienta Mark J. Roe que:

The legal mechanism in which to reorganize the company is now chapter 11 of the Bankruptcy Code. The firm will be held together, neither liquidated piecemeal under judicial supervision nor ripped apart in creditors' seizure of parts of the

7 Em mais recente trabalho, Lucian Bebchuck reafirma que: “*In contrast, in a reorganization, which is governed by Chapter 11, there is no actual sale of the company's assets. Instead, there is an 'hypothetical' sale of the company to the existing participants. The existing participants 'pay' for the company with their existing claims and interests, which are canceled, and they receive in exchange 'tickets' in the reorganized company – that is, claims against or interests in this new entity*” (BEBCHUCK, Lucian Arye. Chapter 11. *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, Basingstoke (UK), v. 3, p. 219-224, 1998. p. 1 (Versão Online). Disponível em: “http://papers.ssrn.com/abstract_id=76648”. Acesso em: 29 jan. 2017).

firm, but the ownership interests in the firm will be reallocated. Two considerations will be primary: Should some of the ownership interests be eliminated or cut-down? After all, the firm has come to be worth so much less than was originally thought. And should the ownership interests be reallocated? After all, the immediate problem that led to the bankruptcy reorganization in chapter 11 was (almost always) the inability of the firm to generate sufficient cash to pay off creditors currently. Should the creditors change the nature of their obligation to stock, or delay receipt of payments that they would otherwise be entitled to receive under their contract? The questions will not be immediately answerable and could be expected to be litigated. But the reorganization process could be thwarted if creditors could seize their security or obtain default judgments and have the sheriff levy on bankrupt's assets. The chapter 11 reorganization process would then quickly descend into a free-for-all liquidation as the creditors rip apart the firm. This destructive prospect provides the rationale for bankruptcy stay (really an injunction on the creditors), prohibiting the creditors from trying to collect from the firm when it is in chapter 11. The current form of the stay can be found in the Bankruptcy Code, § 362.⁸

É exatamente nesse ambiente de trocas de interesses que se situa a conversão de dívida em participação acionária.

Michelle M. Harner trata das motivações de credores que buscam ou aceitam a conversão de seu direito de crédito em ações, mencionando que “*activist investors seek to make their money by enhancing or creating value at the company*”, sendo que a “criação de valor” pode resultar da baixa contábil de dívida da companhia ou, além disso, pode ser buscada por meio de reformas estruturais na companhia, preparatórias para a venda de alguns ativos. Parte desses ativos seria direcionada para aquisição por outras companhias objeto de investimento realizado pelos próprios credores, que assim aproveita-

⁸ ROE, Mark J. *Corporate reorganization and bankruptcy* – legal and financial materials. New York: Foundation Press, 2000, p. 18.

riam, indiretamente, as sinergias decorrentes da absorção de ativos da companhia em recuperação por outra companhia do mesmo setor⁹.

Como se vê, a questão nada tem de trivial, justificando o exame de suas particularidades à vista da experiência brasileira.

3. A conversão de dívida em participação acionária como meio de recuperação judicial.

Entre os meios de recuperação elencados no art. 50 da Lei nº 11.101/2005, aqueles previstos nos incisos VI e XV¹⁰ permitem que o devedor em recuperação judicial realize aumento de capital e emita valores mobiliários, com o objetivo de levantar recursos para financiar sua atividade ou como forma de quitação total ou parcial de suas dívidas¹¹.

Na prática forense brasileira, o uso da conversão de dívida em participação acionária como meio de recuperação do devedor é bastante comum, sobretudo em grandes sociedades empresárias organizadas sob a forma de sociedade anônima.

Sob o aspecto técnico, a conversão de dívida em ações pode ser aperfeiçoada por meio de diferentes modos de extinção da obri-

9 HARNER, Michelle M. The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing. *Fordham Law Review*, New York, v. 77, p. 101-171, 30 oct. 2008. Disponível em: "<http://ssrn.com/abstract=1125082>". Acesso em: 29 jan. 2017.

10 Art. 50, Lei nº 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 [...]".

11 De acordo com Julio Kahan Mandel: "O inciso XV, criado para empresas de maior porte e que tenham a confiança no mercado, veio criar uma modalidade nova, muito bem-vinda, de meio de recuperação, assim como a própria conversão de dívidas em participação acionária" (MANDEL, Julio Kahan. *Nova lei de falências e recuperação de empresas anotada*. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 109). No mesmo sentido: SZTAJN, Rachel. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 239.

gação. As opções mais utilizadas são: (i) compensação da obrigação de integralização do credor com a obrigação da companhia de pagar-lhe igual montante em dinheiro; (ii) extinção da obrigação de integralização do credor por meio da cessão de seu crédito à companhia, operando-se a extinção da obrigação da companhia por meio da confusão; (iii) extinção da obrigação de integralização do credor 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 (*v.g.*, debêntures), caso em que a última pode mantê-los em seu patrimônio, para futura negociação, caso seja de seu interesse.

Por meio da conversão de dívida em ações, os credores que optarem por receber seus créditos dessa forma tornam-se acionistas da companhia. Como acima observado, tal 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 grupos de credores.

Para o propósito do presente artigo, serão analisados os planos de recuperação do Grupo OGX¹², do Grupo Eneva¹³, do Grupo Inepar¹⁴, do Grupo Lupatech¹⁵ e do Grupo Aralco¹⁶. Tratam-se de casos paradigmáticos que suscitaram questões práticas relevantíssimas para a viabilização da conversão de dívida em *equity*.

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

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

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

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

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

4. Análise das cláusulas inseridas em planos de recuperação judicial.

A cláusula que prevê a conversão de dívida em participação acionária segue usualmente semelhante padrão, com pequenas mudanças no que concerne às classes de créditos que se submetem a esta forma de adimplemento. Pode-se identificar as similaridades e as diferenças de acordo com a seguinte tabela comparativa entre os variados planos de recuperação:

Devedor	Cláusula do Plano de Recuperação Judicial
Grupo OGX	Cláusula 5.1.3.3. O valor do Aumento de Capital Mediante Capitalização de Crédito será igual ao valor da totalidade dos Créditos Concursais, conforme indicado na Lista de Credores (i) acrescido da totalidade dos Créditos Extraconcursais que expressamente aderirem ao presente Plano, nos termos da Cláusula 5.4 abaixo; (ii) deduzidos os valores dos Créditos pagos em dinheiro, na forma da Cláusula 5.1.4 deste Plano; e (iii) quando aplicável, deduzidos os valores correspondentes ao Imposto sobre Serviços a ser recolhido quando da quitação dos Créditos detidos pelos Credores Fornecedores.
Grupo Eneva	Cláusula 5.3.3. Redução Obrigatória de 40% (quarenta por cento) do Valor dos Créditos Quirografários, mediante capitalização do Crédito Quirografário. Concomitantemente à aplicação do deságio previsto na cláusula 5.3.2 acima, o montante correspondente a 40% (quarenta por cento) do valor do Crédito Quirografário que superar o valor de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) pagos na forma da cláusula 5.3.1 acima será capitalizado no âmbito do Aumento de Capital, através do procedimento de Capitalização dos Créditos.
Grupo Inepar	Cláusula 5.1.1. Pagamento dos Créditos Quirografários. Os Créditos Quirografários serão pagos por meio de uma das seguintes opções, à escolha de cada Credor Quirografário, conforme a Cláusula 2.1.3: Opção A de pagamento do Crédito Quirografário – Subscrição de Ações, resultante de aumento do capital social da IIC por meio da capitalização dos respectivos Créditos Quirografários, na forma do art. 171, §2º, da Lei das Sociedades por Ações, pelo preço de emissão de cada Ação, calculado nos termos do Anexo 4.1.1(i)[A], conforme procedimento descrito no Anexo 4.1.1(i)[B].
Grupo Lupatech	Cláusula 6.6. Capitalização dos créditos na hipótese de aumento de capital. Na hipótese de o Grupo Lupatech, nos termos da Cláusula 8.3, vir a chamar um aumento de capital abrangendo Credores Quirografários, resta assegurado aos Credores Quirografários o direito de subscrever as Ações e integralizá-las total ou parcialmente com o seu Crédito Sujeito ao Plano remanescente na ocasião, respeitando-se, sempre, os direitos de preferência legalmente conferidos aos acionistas. Na hipótese de capitalização apenas parcial, o saldo remanescente do Crédito Quirografário continuará sendo pago nos termos da Cláusula 6.2, mediante redistribuição proporcional nas parcelas remanescentes.

Grupo Aralco	Cláusula 14.4. Bônus de Subscrição. Adicionalmente, dentro do Prazo da Reestruturação, a Nova Aralco irá emitir Bônus de Subscrição em favor dos Credores Quirografários, no valor correspondente a 60% (sessenta por cento) do total dos respectivos Créditos destes Credores, sendo certo que o exercício dos direitos decorrentes dos Bônus de Subscrição e a respectiva emissão de ações na forma e prazos previstos nesta Cláusula acarretará a quitação do respectivo Crédito Quirografário referente à Tranche 2, hipótese em que não ocorrerá o pagamento previsto na Cláusula 14.3 [...] (iv) Alternativamente ao cumprimento das condições da Cláusula 14.4(iii), os Bônus de Subscrição B poderão ser convertidos em ações preferenciais da Nova Aralco sem direito a voto, a partir do 3º (terceiro) ano após a emissão dos Bônus de Subscrição [...].
--------------	--

Como se vê, ora as cláusulas estipulam um aumento de capital com a emissão de novas ações, ora preveem a emissão de bônus de subscrição conversíveis em ações. Embora nenhum dos planos 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.

Vale mencionar que os credores que optarem por essa modalidade de adimplemento e se tornarem titulares das novas ações terão os mesmos direitos atribuídos às demais ações, detidas pelos antigos acionistas. Conquanto não seja necessária qualquer disposição nesse sentido, a cláusula 5.1.3.9¹⁷ do plano de recuperação do Grupo OGX reafirma a paridade de tratamento entre os antigos acionistas e os credores que se tornaram acionistas, o que se repete nos demais planos analisados.

O aumento de capital promovido pelos devedores em recuperação deve observar a regra do art. 171, §2º da Lei nº 6.404/1976, em conjunto com as disposições da Lei nº 11.101/2005, para permitir a subscrição de ações por meio da capitalização de créditos¹⁸. Como

17 “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.”

18 Na lição de Nelson Eizirik: “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

será melhor analisado adiante, nessa hipótese deve ser conferido aos acionistas da companhia o direito de preferência, fato que poderia causar empecilho à satisfação de credores pela via da conversão de *debt to equity*.

Na hipótese específica do Grupo OGX – o caso paradigmático com relação ao tema abordado neste artigo – o plano foi aprovado pelos credores e a recuperação concedida 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 acionária e em debêntures, bem como a possível violação ao princípio constitucional da liberdade de associação (art. 5º, XX, Constituição Federal)¹⁹.

No julgamento dos agravos de instrumento, a 14ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, em acórdão relatado pelo Des. Gilberto Campista Guarino, reconheceu a legalidade da conversão da dívida em *equity*. Confira-se o trecho mais relevante da decisão:

RECUPERAÇÃO JUDICIAL ALTERAÇÃO DOS PLANOS RECUPERATORIOS ASSEMBLEIA GERAL DE CREDITORES PAGAMENTO DOS CREDITOS CONVERSÃO EM CAPITAL SOCIAL AGRAVO DE INSTRUMENTO. RECUPERAÇÃO JUDICIAL DE EMPRESAS. HOMOLOGAÇÃO DOS PLANOS RECUPERATÓRIOS DO EX-GRUPO OGX, APROVADOS NA ASSEMBLEIA GERAL DE CREDITORES DE

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: Editora Quartier Latin, 2011. v. 2. p. 513).

19 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 participação acionária e rejeitou a alegação de violação à liberdade de associação (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo – TJSP. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento nº 2133842-23.2015.8.26.0000. Relator: Des. Enio Zuliani. Julgamento em: 30 set. 2015).

03/6/2014. [...] CONVERSÃO EM CAPITAL SOCIAL DAS RECUPERANDAS (ART. 50, VI E XV, DA Lei n.º 11.101/2005, C/C ART. 171, § 2º, DA LEI FEDERAL NACIONAL N.º 6.404/76). ALTERNATIVA COMUM E, VEZES VÁRIAS, ÚNICA NO CENÁRIO DE CRISE DE EMPRESAS DE GRANDE PORTE. CONFLITO COM O ART. 5º, XX, DA LEI MAIOR, QUE NÃO SE CORPORIFICA. HIPÓTESE DISTINTA DA COMPULSORIEDADE ASSOCIATIVA. CREDORES QUE, TITULARES DAS AÇÕES, PODEM OPTAR POR ALIENÁ-LAS, POR CONTA PRÓPRIA OU, FACULTATIVAMENTE, VIA OUTORGA DE PODERES A COMISSÁRIO ENCARREGADO DA VENDA. QUESTÃO SIMILAR, DECIDIDA CONFORME PRECEDENTE DO C. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO [...].

[Trecho do voto]: No cenário atual de crise de empresas de grande porte, 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. Dependendo da atividade empresarial exercida, é conveniente aos credores aprovar a medida e receber ações da recuperanda. [...]

Carece, pois, de força bastante o argumento de ofensa ao art. 5º, XX, da Constituição da República, segundo o qual “ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado”, argumento expendido de forma singela, que não comporta interpretação delirante do conjunto de fatos e circunstâncias jurídicas, de forma literal. Mesmo porque a empresa também recebe proteção da Carta Política Central, de modo que se mostra capital a ponderação de valores, por meio da qual é o presente agravo de instrumento julgado.

A titularidade dos valores mobiliários não exige do acionista da nova companhia (OGX REESTRUTURADA) efetiva e permanente adesão ao seu quadro societário. Como bem asseverado pelas agravadas, o plano recuperatório não determina a associação compulsória (nem poderia fazê-lo...), mas estabelece que os credores titulares das ações poderão optar pela alienação desses valores mobi-

liários, por conta própria ou, facultativamente, outorgar poderes a um comissário encarregado da venda.²⁰

Pelo que se lê no trecho citado, a conversão da dívida em ações como forma de pagamento dos credores está legalmente prevista como um meio de recuperação e a sua inclusão no plano de recuperação se encontra no âmbito de discricionariedade dos administradores e do acionista controlador da companhia. Com a aprovação do plano pela assembleia geral de credores, não há que se discutir a sua legalidade, visto que se trata de questão inserida na esfera da autonomia privada dos credores e do devedor²¹.

A seu turno, a liberdade de associação prevista na Constituição Federal não é violada pela conversão de dívida em participação acionária, porque (i) o credor pode optar por não atuar ativamente na administração da companhia²², apenas colhendo os frutos do negócio, e (ii) o credor não é obrigado a permanecer-se associado à companhia, de tal modo que pode alienar as ações recebidas em pagamento, diretamente ou por meio da figura do comissário, conforme detalhadamente comentado na Seção 4.3 deste artigo.

20 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro – TJRJ. 14ª Câmara de Direito Civil. Agravo de Instrumento nº 0039682-69.2014.8.19.0000. Relator: Des. Gilberto Campista Guarino. 03 dez. 2014.

21 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 3ª Turma. Recurso Especial nº 1.314.209/SP. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Julgado em: 22 maio 2012.

22 No mesmo sentido, na recuperação judicial de WS Indústria e Comércio LTDA: “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 – TJSP. Agravo de Instrumento nº 0333243-47.2009.8.26.0000. Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais. Relator: Des. Lino Machado. Julgado em: 27 out. 2009).

Examinada a legalidade da conversão de dívida em participação acionária, cabe tratar da maneira como essa operação é realizada, segundo as regras do Direito Societário.

4.1. O aumento de capital por meio da capitalização de créditos e o direito de preferência dos acionistas.

A conversão de dívida em participação acionária se operacionaliza com o aumento do capital social da companhia, com relação ao qual “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” (art. 171, §2º, Lei nº 6.404/1976).

No procedimento de capitalização de créditos, a assembleia geral ou, havendo autorização estatutária específica, o conselho de administração delibera pelo aumento de capital, permitindo que credores da companhia subscrevam ações e as integrem com seus créditos. Em seguida, os acionistas são convocados por meio de aviso publicado na forma da lei²³, facultando-lhes o exercício do direito de preferência para a subscrição das ações, com o pagamento em dinheiro do preço de emissão²⁴. Havendo exercício do direito de prefe-

23 LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2010. p. 464.

24 Sobre o direito de preferência: “Também é considerado um direito essencial dos acionistas o de preferência para subscrição de ações, debêntures conversíveis, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis. [...] O objetivo da Lei das S.A., ao inserir o direito de preferência como direito essencial do acionista, é o de permitir-lhe a manutenção de sua posição acionária por ocasião do aumento de capital; a conservação de tal posição repercute não só nos seus direitos patrimoniais como também nos políticos, uma vez que a Lei das S.A. exige percentuais mínimos para o exercício de determinados direitos de participação em colégios eleitorais, bem como nos direitos pessoais, para a propositura de medidas judiciais. [...] A preferência é direito expectado que assegura ao acionista reservar, para subscrição no aumento de capital, novas ações, em número proporcional ao percentual de ações de que seja titular, de forma a manter a sua posição no capital social após o seu aumento. O objeto do direito não é uma quantidade determinada de ações, mas a manutenção de determinada participação acionária” (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 603-605).

rência, a companhia realiza o pagamento dos credores com os valores recebidos dos acionistas e, se houver saldo a favor dos credores, seu crédito é capitalizado e o credor recebe ações do aumento de capital da companhia²⁵.

Essa solução nada tem de nova e foi examinada há décadas pela então Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, que consolidou seu entendimento no Parecer CVM/SJU nº 131/1983:

A Lei n. 6.404/76, que prevê, no § 2º do art. 171, aumento de capital mediante capitalização de crédito, de credor acionista ou de terceiro, assegura aos demais acionistas o direito de preferência, na proporção de sua participação no capital.

Além de se observar o direito de preferência, que tem seu prazo mínimo fixado em lei, todas as demais regras atinentes à formação do capital devem ser atendidas.

A efetivação do aumento de capital, na hipótese, verifica-se após decorrência do prazo do direito de preferência; de fato, mesmo sendo certo que o credor vai subscrever as ações, ele só o fará quando os acionistas tiverem exercido, renunciado, ou cedido o seu direito.

Desta forma, o montante do aumento de capital é conhecido e certo desde o momento da proposta; não, porém, a composição futura que este capital vai apresentar, quanto aos subscritores.

A parte do crédito do subscritor que não puder ser permutada por ações, no caso de o acionista exercer o direito de preferência, lhe será paga, pela companhia, com o correspondente à entrada em dinheiro.²⁶

25 ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Direito de preferência para subscrever. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bullhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009. v. 2. p.1432.

26 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. *Parecer SJU nº 131, 28 de dezembro de 1983*. Disponível em: “docvirt.com/docreader.net/WebIndex/WIPagina/Juris_CVM_W1/6036”. Acesso em: 01 mar. 2017.

Como se pode notar, para que o credor se torne acionista da companhia por meio da capitalização de seus créditos, é necessário que os acionistas não exerçam o seu direito de preferência ou o renunciem previamente. De acordo com Nelson Eizirik, a norma do art.171, §2º da Lei nº 6.404/1976 constituiu inovação em relação ao Decreto-Lei nº 2.627/1940, diploma que disciplinava as sociedades anônimas anteriormente:

No regime do Decreto-Lei nº 2.627/1940, conforme orientação doutrinária da época, somente existia o direito de preferência no aumento de capital mediante integralização das ações em dinheiro. Assim, comumente na capitalização o credor recebia o que lhe era devido em ações emitidas pela companhia, sem que os demais acionistas pudessem exercer o direito de preferência, o que diminuía a sua participação proporcional no capital. A Lei das S.A., visando a corrigir tal problema, assegura o direito de preferência tanto na integralização em dinheiro como em créditos ou bens, conforme determina o §2º.²⁷

A novidade introduzida pela Lei nº 6.404/1976 é bem-vinda, garantindo aos acionistas da companhia o exercício de direito essencial e evitando a diluição injustificada de sua participação (art. 170, §1º, Lei nº 6.404/1976). No entanto, nos termos do art. 172 da Lei nº 6.404/1976, existem três hipóteses nas quais se admite o afastamento do direito de preferência dos acionistas: (i) a venda das ações em bolsa de valores ou em subscrição pública, para as companhias abertas, (ii) a permuta por ações em oferta pública para aquisição de controle (arts. 257 e 263, Lei nº 6.404/1976), também em companhias abertas, ou (iii) a subscrição de ações em aumento de capital decorrente de incentivos fiscais – a exemplo do art. 44 da Lei nº 5.508/1969²⁸ – no caso de companhias fechadas.

27 EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011. v. 2. p. 513.

28 Art. 44, Lei nº 5.508/1969: “O disposto no artigo 78, letra “d”, e artigo 111 do Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, não se aplica aos titulares de ações subscritas com recursos

A operação de aumento de capital mediante capitalização de créditos não admite a exclusão do direito de preferência dos acionistas da companhia²⁹. As hipóteses do art.172 são exaustivas, não sendo possível à assembleia geral ou ao conselho de administração elidir o direito de preferência dos acionistas em outros casos³⁰.

Em comentário ao art. 50 da Lei nº 11.101/2005, Waldo Fazzio Júnior segue essa linha de raciocínio, aduzindo o seguinte:

O art. 50 também faz alusão ao aumento do capital social da empresa. É meio de recuperação desde que não implique a diluição injustificada da participação dos sócios minoritários [...] A vedação legal protectiva da minoria acionária significa que os sócios minoritários não podem ser privados do direito de preferência na subscrição do aumento de capital, na proporção do número de ações que possuírem. O fito legal é de preservar a proporção de participação daqueles acionistas, no capital social.³¹

Por sua vez, Rachel Sztajn inova ao sustentar que os acionistas que aderirem ao plano de recuperação judicial poderão ter seu direito de preferência afastado:

O inciso VI, ao considerar o aumento de capital

derivados do artigo 18, letra “b”, da Lei nº 4.239, de 27 de junho de 1963, com as modificações dadas pelo artigo 18 da Lei nº 4.869, de 1º de dezembro de 1965”.

29 Segundo Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto: “O aumento de capital mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens de terceiros não poderá elidir, em nenhuma hipótese, o direito de preferência dos acionistas da companhia” (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2010. p. 463).

30 Segundo Modesto Carvalhosa: “Ainda que o fundamento do interesse social sobre o dos acionistas seja universal, a nossa lei societária não outorgou poderes à assembleia geral para excluir o direito de preempção. Também não dá liberdade para que o estatuto determine hipóteses de exclusão [...] A lei vigente explicita os casos de revogação. As exceções previstas nos incisos I e II são exaustivas” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2011. v. 3. p. 677).

31 FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Lei de falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010. p.137-138.

um dos meios de recuperação da sociedade em crise, deveria explicitar que isso pode ser feito tanto por aporte de recursos de sócios, de novos investidores, quanto pela conversão da dívida em capital. É que tanto o aporte de novos recursos quanto a conversão de dívida em capital (medida contábil) podem ter como resultado a modificação das relações de poder internas da sociedade. A entrada de novos investidores – seja mediante o aporte de recursos, seja convertendo dívida em capital – altera a composição (divisão) do capital entre os antigos membros da sociedade. Uma vez que se trata de investimento permanente, ainda que se permita a cessão futura das participações, é inegável o impacto da capitalização sobre a estrutura de poder no curto prazo. *Eventuais preferências dos sócios na subscrição de aumentos de capital serão afastadas pela adesão destes ao plano.*³²

Na recuperação judicial do Grupo OGX, a cláusula 5.1.3.2 do plano previu que a OGPar – acionista controladora do Grupo OGX – se obrigaria a promover uma assembleia geral extraordinária para aprovar o aumento de capital social, com a emissão de novas ações equivalentes à totalidade dos créditos sujeitos e não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, desde que os titulares destes últimos viessem a aderir ao plano. Confirma-se a referida cláusula:

Cláusula 5.1.3.2. A OGPar, em caráter irrevogável e irretratável, na condição de acionista controladora da OGX, *obriga-se por este Plano e pelo Plano OGPar a realizar e fazer com que seja realizada assembleia geral extraordinária da OGX, em até 15 (quinze) dias da data de cumprimento das Condições Precedentes para o Aumento de Capital Mediante Capitalização de Crédito previstas neste Plano, na qual a OGPar obriga-se a aprovar o aumento do capital social da OGX, mediante a emissão de novas Ações, para capitalizar, a totalidade dos Créditos Concurrais, conforme indicado na Lista de Credores (reduzido apenas pelo valor a ser pago nos termos da Cláusula 5.1.4 abaixo) e a*

32 SZTAJN, Rachel. Comentário ao art. 50. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007. p. 239.

totalidade dos Créditos Extraconcursais que expressamente aderirem ao presente Plano, nos termos da Cláusula 5.4 abaixo, observado o disposto neste Plano e nos Planos Partes Relacionadas OGX, e itens abaixo nos termos do Artigo 171, §2º, da Lei das Sociedades por Ações e respeitadas todas as demais disposições legais e regulamentares aplicáveis.

Apesar desta previsão no plano do Grupo OGX, note-se que a efetivação da conversão de dívida em *equity* como meio de recuperação judicial pode ser dificultada pelo exercício do direito de preferência na subscrição de novas ações por acionistas da companhia devedora.

Assim, sob a ótica da legalidade, é vedada a exclusão do aludido direito de preferência por administradores e pelo acionista controlador da companhia. A experiência ensina que há duas possíveis soluções jurídicas para esse problema: (i) a inclusão de cláusula de *best efforts* com o intuito de incentivar os acionistas a não exercerem o seu direito de preferência, ou (ii) a renúncia ao direito de preferência pelos acionistas no próprio plano de recuperação³³.

4.1.1. A cláusula de *best efforts*.

A cláusula de *best efforts*, conhecida no Brasil como cláusula de melhores esforços, pode ser definida como uma obrigação de

³³ Vale mencionar que na recuperação judicial do Grupo Lupatech, o plano não possuía previsão a respeito da renúncia ao direito de preferência dos acionistas da companhia. Tem-se apenas menção à observância do direito de preferência dos antigos acionistas: “Cláusula 6.6. Capitalização dos créditos na hipótese de aumento de capital. *Na hipótese de o Grupo Lupatech, nos termos da Cláusula 8.3, vir a chamar um aumento de capital abrangendo Credores Quirografários, resta assegurado aos Credores Quirografários o direito de subscrever as Ações integralizá-las total ou parcialmente com o seu Crédito Sujeito ao Plano remanescente na ocasião, respeitando-se, sempre, os direitos de preferência legalmente conferidos aos acionistas. Na hipótese de capitalização apenas parcial, o saldo remanescente do Crédito Quirografário continuará sendo pago nos termos da Cláusula 6.2, mediante redistribuição proporcional nas parcelas remanescentes*”.

meio em que uma das partes contratantes se compromete a realizar esforços razoáveis de forma efetiva e diligente – seja por meio de uma ação ou omissão – a fim de alcançar o objetivo descrito na cláusula contratual³⁴.

Não se trata de um dos deveres impostos às partes contratantes em decorrência do princípio da boa-fé objetiva, mas uma verdadeira obrigação contratual exigível da parte contratante que se vinculou à realização de certa conduta³⁵. Para Allan Farnsworth, “*good-faith is a standard that has honesty and fairness at its core and that is imposed on every party to a contract. Best efforts is a standard that has diligence as its essence and is imposed only on those contracting parties that have undertaken such performance*”.³⁶

A cláusula de melhores esforços normalmente é utilizada quando uma das partes contratantes não possui informações suficientes para prever todos os cenários e consequências de um determinado acordo, o que acaba por gerar um contrato incompleto. Nesse ambiente, por meio da cláusula de *best efforts* uma das partes contratantes

34 COSTA, Márcio Henriques da. *Cláusula de melhores esforços: Best efforts*. Curitiba: Juruá Editora, 2016. p. 25.

35 Sílvio de Salvo Venosa posiciona-se em sentido contrário, embora sem realizar o necessário aprofundamento da questão: “Nesse diapasão, a cláusula de ‘melhores esforços’, inserida em um contrato brasileiro, nada acresce ou modifica no nosso sistema. Trata-se de dispositivo aparentemente inócuo no contrato e que unicamente ganhará alguma eficácia no exame sistemático do pacto contratual [...] Desse modo, se as partes não são expressas e diretas em definir o resultado que buscam e estabelecem, para uma obrigação claramente de resultado, a vazia expressão ‘melhores esforços’, ‘boa-fé’, ‘esforços razoáveis’ etc., tal disposição refoge ao âmbito obrigacional, isto é, não constitui uma obrigação jurídica. Pode-se até mesmo afirmar que se trata de disposição não-contratual inserida no contrato, de conteúdo ético ou moral, equivalente a uma carta de intenções ou a um acordo de cavalheiros. Mencionar essas expressões ou se referir expressamente à conduta de boa-fé dos contratantes, ademais, é superfetação absolutamente inútil. A boa-fé objetiva integra a noção do contrato, pois todo e qualquer contrato a pressupõe” (VENOSA, Sílvio de Salvo. A cláusula de “melhores esforços” nos contratos. In: HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes (Coord.). *Novo código civil: Interfaces no ordenamento jurídico brasileiro*. Belo Horizonte: Del Rey, 2004. p. 220-221).

36 FARNSWORTH, Allan. On trying to keep one’s promises: The duty of best efforts in contract law. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 46, n.1, 1984-1985, p. 8.

tes garante à outra que envidará todos os esforços necessários para que o contrato se aperfeiçoe e alcance o seu objetivo final.

Na hipótese específica da conversão de dívida em participação acionária como meio de recuperação judicial, a companhia devedora pode se obrigar perante os credores a realizar os seus melhores esforços para que os seus acionistas não exerçam o direito de preferência no aumento de capital – a despeito da diluição de sua participação – e permitam que os credores recebam ações em pagamento de seus créditos.

Foi exatamente isso o que se estipulou na Cláusula 4.6 do plano de recuperação judicial do Grupo Eneva. A companhia se comprometeu a atuar diligentemente para que os acionistas controladores renunciassem ao exercício do direito de preferência, como se pode ler da passagem adiante reproduzida:

Cláusula 4.6. Cessão do direito de preferência e/ou renúncia ao direito de prioridade. A Eneva, caso ainda não o tenha obtido, compromete-se a envidar seus melhores esforços para obter dos Acionistas Controladores compromisso, em caráter irrevogável e irretratável, no sentido de cederem gratuitamente seu respectivo direito de preferência, aos Investidores e/ou Credores Quirografários, no todo ou em parte, a fim de que o Aumento de Capital possa ocorrer na forma prevista neste Plano. Igualmente, caso o Aumento de Capital venha a ser realizado por oferta pública com esforços restritos de colocação, nos termos da ICVM 476/09, a Eneva se compromete a envidar seus melhores esforços para obter dos Acionistas Controladores compromisso, em caráter irrevogável e irretratável, no sentido de cederem gratuitamente seu respectivo direito de preferência e/ou renunciarem a seu respectivo direito de prioridade em favor dos Investidores e/ou Credores Quirografários, no todo ou em parte, a fim de que o Aumento de Capital possa ser implementado conforme previsto neste Plano.⁵⁷

37 É importante mencionar que nas condições precedentes à realização do aumento de capital pelo Grupo Eneva está prevista a renúncia ao direito de preferência pelos acionistas controladores.

Considerando as incertezas relacionadas com o possível exercício do direito de preferência pelos acionistas da companhia em recuperação judicial, a inclusão da cláusula de *best efforts* no plano de recuperação com o objetivo de obter a renúncia de todos ou de alguns acionistas da companhia poderia ser uma solução à imposição do §2º do art. 171 da Lei nº 6.404/1976. Outra solução, objeto de comentários específicos na Seção seguinte, é a renúncia manifestada por determinados acionistas no próprio plano de recuperação judicial.

4.1.2. A renúncia ao exercício do direito de preferência manifestada no plano de recuperação.

Com o intuito de facilitar a aprovação do plano de recuperação pelos credores, o acionista controlador – e qualquer outro acionista com participação relevante – pode manifestar, no próprio plano, sua renúncia ao exercício do direito de preferência à subscrição das ações emitidas no aumento de capital, de sorte a tornar clara, de modo antecipado, sua intenção de não interferir na operação de capitalização de créditos³⁸.

Na recuperação judicial do Grupo OGX³⁹, a OGPar e Eike Batista, acionistas relevantes do Grupo OGX, renunciaram ao exercício

38 Como vimos anteriormente, essa foi uma proposta apresentada por Rachel Sztajn (SZTAJN, Rachel. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007. p.39).

39 Na recuperação judicial do Grupo Inepar havia previsão semelhante de renúncia ao direito de preferência dos acionistas relevantes da companhia: “Cláusula 7.4.4. *Renúncia ao direito de preferência*. As Recuperandas comprometem-se a, no prazo de 30 (trinta) dias contados da publicação da ata de assembleia geral extraordinária que deliberar sobre o aumento de capital ou do aviso aos acionistas referente à deliberação tomada na assembleia geral extraordinária referida na Cláusula 7.4, *renunciar ao seu respectivo direito de preferência e a obter a renúncia ao direito de preferência das sociedades controladas pelas Recuperandas, de modo a permitir aos Credores a subscrição dos Valores Mobiliários conforme previsto no Plano*”.

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 acionária em prol do soerguimento da companhia. Confirma-se a redação da cláusula:

Cláusula 5.1.3.10. O Aumento de Capital Mediante Capitalização de Crédito ocorrerá de forma privada, conferindo, portanto, à OGPar e Eike Batista o direito de preferência, na forma da Lei das Sociedades por Ações. *A OGPar e Eike Batista, de forma irrevogável e irretroatável, por força deste Plano, renunciam e desde logo se obrigam a não exercer seu respectivo direito de preferência e a tomar todas as medidas necessárias para este fim, permitindo, portanto, que os Créditos Concursais e/ou Créditos Extraconcursais (cujos Credores Extraconcursais tenham aderido expressamente ao Plano) sejam capitalizados em Ações na forma e em cumprimento a este Plano.*

De acordo com Caio Mário da Silva Pereira, pode-se conceituar a renúncia da seguinte forma:

Dá-se a renúncia com a abdicação que o titular faz do seu direito, sem transferi-lo a quem quer que seja. É o abandono voluntário do direito. É o ato unilateral, independente de suas consequências. Estas, contudo, podem variar, conforme tragam ou não a outrem benefício ou vantagem. O caso mais típico é o que implica destruição pura e simples da relação jurídica, sem que se verifique uma correlata aquisição de direito por outrem. Mas não é o único, pois que frequentemente a renúncia tem uma consequência aquisitiva para alguém.⁴⁰

De fato, com a renúncia dos acionistas ao exercício do direito de preferência, surge para os credores o direito de subscrever as ações decorrentes do aumento de capital, integralizando-o por meio da transferência de seus créditos. Contudo, há que se lembrar que a

⁴⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*: Introdução ao direito civil. Teoria geral de direito civil. 20. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2004. p. 470.

renúncia deve ser interpretada restritivamente (art. 114, Código Civil), de modo que se faz necessária a expressa e inequívoca manifestação do acionista nesse sentido.

Assim, não se deve reconhecer a legalidade de cláusula genérica inserida em plano de recuperação que imponha aos acionistas da companhia a renúncia a direito essencial.

O caso da recuperação judicial do Grupo Aralco é digno de nota, exatamente pelo fato do plano contemplar cláusula atentatória a direito de acionistas. Vale conferir o lacônico texto da Cláusula 14.4 (vi), a seguir reproduzida: “Cláusula 14.4 (vi). Os Acionistas deverão ceder seus direitos de preferência na subscrição da emissão do Bônus de Subscrição aos Credores Quirografários”.

A despeito da mencionada ilegalidade, o plano de recuperação do Grupo Aralco foi aprovado pelos credores e homologado pelo juízo da recuperação, cuja decisão foi confirmada pela 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo⁴¹. Convém destacar que a validade da referida cláusula não chegou a ser questionada perante as duas instâncias judiciais.

A cláusula de renúncia presente no plano de recuperação do Grupo Aralco distancia-se daquelas inseridas nos demais planos analisados. O que se tem visto – e o que parece ser o melhor caminho – é a inclusão de cláusulas de *best efforts* ou de cláusulas que determinem procedimento para a coleta de manifestação de renúncia de modo expresso e específico em relação a determinados acionistas (usualmente, aqueles com participação relevante).

41 Merece destaque o seguinte trecho do acórdão relatado pelo Des. Carlos Alberto Garbi: “É certo que em algumas situações, como no caso dos quirografários sem *bondbolders*, foi estabelecido o pagamento do saldo de 60% em bônus de subscrição com a possibilidade de conversão em participação na nova empresa que será constituída (Nova Aralco), mas não há irregularidade nessa disposição, também aprovada pela maioria dos credores da classe” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo – TJSP. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento nº 2017062-97.2015.8.26.0000. Relator: Des. Carlos Alberto Garbi. 11 nov. 2015).

Feitas essas considerações a respeito da renúncia ao exercício do direito de preferência, há que se examinar a questão da diluição promovida na participação dos acionistas em consequência do aumento de capital. Seria ela uma hipótese de diluição injustificada?

4.1.3. O problema da diluição injustificada dos acionistas.

O §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976 estabelece os parâmetros a serem seguidos pela companhia na fixação do preço de emissão das ações em aumento de capital e veda a diluição injustificada dos antigos acionistas. 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. 170⁴², ou (ii) sem qualquer motivação ou razão aparente para justificar o aumento de capital⁴³. Em ambos os casos, há um exercício abusivo de poder, que deve ser coibido⁴⁴.

Por outro lado, se o preço de emissão das ações for fixado conforme os parâmetros legais e se houver motivos concretos para a

42 VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2012. v. 3, p. 539.

43 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2011. v. 3, p. 632-633.

44 Pode-se buscar a responsabilização dos administradores, do acionista controlador ou dos acionistas em assembleia geral que deliberaram a favor do aumento de capital utilizando-se o preço de emissão inconsistente. O STJ já admitiu que o acionista prejudicado ajuíze ação de reparação pelos danos sofridos (BRASIL, Superior Tribunal de Justiça, Recurso Especial nº 714.147/SP, Fernando Gonçalves, 4ª Turma, 04 de novembro de 2008), assim como o TJRJ (BRASIL, Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Apelação Cível nº 0082948-55.2004.8.19.0001, Mario Robert Mannheimer, 16ª Câmara Cível, 05 de fevereiro de 2013). Cabe ao acionista prejudicado comprovar que a diluição foi injustificada (EIRIZIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011. v. 2, p. 504). Também é possível ao acionista prejudicado ajuizar uma ação anulatória da assembleia geral que deliberou o aumento de capital abusivo (BRASIL, Apelação Cível nº 0055138-94.1996.8.26.0000, Yussef Said Cahali, 8ª Câmara de Direito Privado, 10 de junho de 1998).

realização do aumento de capital, qualquer diluição dos antigos acionistas deve ser considerada devidamente justificada⁴⁵.

Esse é o caso, por exemplo, de uma companhia que necessita de recursos para a consecução da atividade empresária. É possível realizar um aumento de capital para obter esses recursos dos acionistas, ou então celebrar um contrato de financiamento. Caso se verifique que o aumento de capital seria menos custoso para a companhia comparativamente ao financiamento, haveria uma justificativa adequada para permitir a diluição dos acionistas da companhia⁴⁶.

Por conseguinte, a diluição é justificada quando ocorre em prol do interesse da companhia, ao qual o interesse individual dos acionistas deve se sujeitar⁴⁷. É precisamente essa a lição de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira:

Salvo, portanto, em casos excepcionais, a emissão de novas ações causa certa diluição do valor econômico das ações antigas (ao menos do valor determinado segundo um ou dois dos três critérios mencionados na lei). A lei não proíbe essa diluição normal. O que ela veda é a diluição injustificada das ações antigas.

A única razão que pode justificar a diluição é o interesse da companhia. Se os negócios sociais exigem quantidade adicional de capital próprio que somente pode ser obtida pela via do aumento do capital social, justifica-se a subordinação do in-

45 É necessário apresentar 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 (BRASIL, Apelação Cível nº 9187665-36.2005.8.26.0000, Francisco Loureiro, 4ª Câmara de Direito Privado, 18 de junho de 2009).

46 MORAES, Luiza Rangel de. Abuso de poder de controle e conflito de interesses no âmbito do processo arbitral. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 38, p. 61-79, jul./set. 2013.

47 Já se admitiu como diluição justificada aquela decorrente de aumento de capital com o objetivo de levantar recursos para evitar a insolvência da companhia (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 5ª Câmara de Direito Privado. Apelação Cível nº 0517189-28.2000.8.26.0100. Relator: Des. Moreira Viegas. 11 fev. 2015).

teresse individual dos acionistas (o de preservar o valor econômico de suas ações) ao interesse social de manter ou expandir as atividades da companhia. A diluição somente é legítima, entretanto, na medida em que se impõe para atender ao interesse social.⁴⁸

Portanto, considerando que o aumento de capital para a conversão de dívida em participação acionária tem como objetivo garantir a sobrevivência da companhia e permitir o seu soerguimento, desde que respeitados os parâmetros para fixar o preço de emissão das ações, não seria possível considerar a diluição dos antigos acionistas como injustificada.

De fato, enquanto em um primeiro momento os antigos acionistas possam ter sua participação reduzida, ao evitar a falência da companhia e possibilitar a continuidade da atividade empresarial, os ganhos decorrentes da recuperação da companhia em muito superariam as perdas. É importante lembrar que uma recuperação judicial bem-sucedida pode promover a valorização dos ativos da companhia, a redução do endividamento e, conseqüentemente, o aumento do valor das ações.

Assim, o aumento de capital realizado para permitir a conversão da dívida em *equity* não poderia ser considerado desmotivado e a diluição dele decorrente seria justificada. O acionista controlador e os demais acionistas relevantes abrem mão do seu direito de preferência e aceitam a diluição de sua participação acionária visando ao melhor interesse da companhia: sua salvação e a continuidade da empresa.

Nas próximas linhas, serão apresentadas reflexões sobre a questão da determinação do valor do aumento de capital, a fim de garantir a participação de todos os credores interessados em subscrever ações da companhia devedora na operação de capitalização de seus créditos.

48 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S/A*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1996. v. 2. p. 276.

4.2. O valor do aumento de capital.

Na hipótese de aumento de capital para a conversão de dívida em participação acionária, há que se atentar para o problema da determinação do valor do aumento e, subsequentemente, da fixação do preço de emissão das ações, que impactará na quantidade das novas ações.

Isso porque o valor do aumento de capital depende de duas variáveis: (i) a opção dos credores de tomar parte na operação de capitalização de seus créditos, em troca do recebimento de ações, e (ii) as possíveis 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. No “Anexo 4.1.1(i)[B]” do plano de recuperação, foram descritos os “procedimentos para aumento do capital da IIC por meio de capitalização dos créditos”. O item “(C)” do mencionado anexo previu que o aumento de capital seria realizado no valor total dos créditos que aderissem à modalidade de “pagamento por conversão da dívida em participação societária”. Para chegar ao valor do aumento de capital, os credores interessados deveriam preencher o “formulário para escolha da opção de recebimento dos créditos com garantia real e dos créditos quirográficos”, presente no “Anexo 2.1.3.2” do plano.

Com isso, a assembleia geral extraordinária 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 OGX⁴⁹. O plano estipu-

49 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).

lou em sua Cláusula 5.1.3.4⁵⁰ 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.

No plano de recuperação do Grupo Inepar, a Cláusula 7.4.3⁵¹ dispôs que no prazo de até 120 (cento e vinte) dias após a publicação do quadro geral de credores (art. 18, Lei nº 11.101/2005), a companhia devedora convocaria nova assembleia geral para deliberar a respeito de um novo aumento de capital com a emissão de ações correspondentes ao acréscimo decorrente da “majoração ou do surgimento de novos Créditos Sujeitos ao Plano”. 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, mesmo após a sua consolidação pelo administrador judicial e sua homologação pelo juízo da recuperação.

Em caso de redução do valor dos créditos sujeitos ao plano, a Cláusula 5.1.3.5⁵² do plano de recuperação do Grupo OGX estipulou

50 “Cláusula 5.1.3.4. *Na hipótese de se verificar eventual majoração na quantidade de Créditos decorrentes de decisão judicial transitada em julgado e retificação da Lista de Credores, a OGX deverá emitir tantas Ações quanto necessário para permitir a capitalização dos novos Créditos na forma da Cláusula 5.1.3 deste Plano, ao mesmo preço de emissão das Ações verificado na data e para fins de implementação do Aumento de Capital Mediante Capitalização de Crédito, observadas as condições previstas nas Cláusulas 5.1.3, 5.1.4 e 5.1.5 deste Plano.*”

51 “Cláusula 7.4.3. *No prazo de até 120 (cento e vinte) dias após a publicação do quadro geral de credores, serão convocadas novas assembleias-gerais para aprovar todas as medidas necessárias à emissão de eventuais novos Valores Mobiliários que tiverem de ser emitidos nos termos deste Plano, em razão de eventual majoração ou surgimento de novos Créditos Sujeitos ao Plano, constatada na consolidação do quadro geral de credores, respeitados em qualquer hipótese os limites da Cláusula 5.1.3.*”

52 “Cláusula 5.1.3.5. *Na hipótese de se verificar eventual redução no valor de Créditos decorrentes de decisão judicial transitada em julgado e retificação da Lista de Credores, o Credor titular do respectivo Crédito deverá restituir à OGX as Ações suficientes correspondentes ao valor do Crédito reduzido, observado o mesmo preço das Ações verificado na data em que o Credor recebeu as Ações em cumprimento deste Plano ou indenizar a OGX em valor correspondente.*”

que o titular do referido crédito deveria restituir ao Grupo OGX as ações excedentes. Embora não haja previsão nesse sentido no plano mencionado, ocorrendo a exclusão completa de determinado crédito, seria o caso de restituição integral das ações recebidas pelo suposto credor.

Havendo a majoração e a redução de créditos, bem como a inclusão e a exclusão de credores, a companhia em recuperação deve avaliar a necessidade de se convocar uma assembleia geral para deliberar a respeito de um novo aumento de capital – se o valor dos créditos majorados/incluídos ultrapassar o valor dos créditos reduzidos/excluídos – ou uma 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.

Dito isso, há ainda uma última questão a ser analisada neste trabalho: a possibilidade de utilização do contrato de comissão para a venda dos valores mobiliários recebidos pelo credor como resultado da conversão da dívida em *equity*.

4.3. A figura do comissário na conversão de dívida em participação acionária.

A conversão da dívida em participação societária pode ser uma excelente forma de adimplemento de obrigações pela companhia em recuperação. Mas é possível que alguns credores não tenham interesse – ou não possam – receber as ações como pagamento, sendo necessária sua prévia alienação por um terceiro e o depósito dos valores recebidos na conta corrente destes credores. São eles: (i) os credores que não estiverem interessados em se associar à companhia devedora e quiserem receber o seu pagamento em dinheiro, (ii) os credores que não puderem se associar à companhia devedora, notadamente pessoas jurídicas que não têm como objeto social a participação em outras sociedades empresárias – ou em caso de veda-

ção, quando se tratar de entes públicos ou entidades integrantes da Administração Pública Indireta ou sujeitas a regulação específica, como as entidades fechadas de previdência complementar, que devem observar determinados limites para investimento em ações – e (iii) os credores que não possuírem contas em corretoras de valores mobiliários e não quiserem criá-las.

A fim de solucionar esse problema, o plano de recuperação do Grupo OGX utilizou-se do contrato de comissão para permitir a venda das ações após a conversão da dívida em *equity*, possibilitando o recebimento em dinheiro dos valores decorrentes da alienação por esses credores.

O contrato de comissão está previsto nos arts. 693 e seguintes do Código Civil e permite que o comissário realize a venda de bens em seu próprio nome, em benefício do comitente – no caso, o credor⁵³. Trata-se de contrato semelhante ao mandato, mas com a distinção de existir aqui uma representação indireta ou imperfeita, em que o representante age em nome próprio e não em nome do representado⁵⁴.

Por meio do contrato de comissão, o comissário recebe as ações da companhia em recuperação e se obriga a vendê-las, de maneira pública ou privada. Com a conclusão da venda, o comissário deposita os valores recebidos na conta do comitente – no caso, o credor. Isso permite que os credores recebam o seu pagamento em pecúnia em um período muito mais curto do que o prazo da opção al-

53 Na lição de José Maria Trepas Cases: “A comissão é um contrato que tem por objeto a compra ou a venda de bens pelo comissário (pessoa física ou jurídica), em seu próprio nome e sob sua responsabilidade, mas por ordem e por conta de outrem (o comitente). A responsabilidade perante terceiros será sempre do comissário, porque é ele que opera, que negocia e que se obriga, direta e pessoalmente, com quem contrata. Inexistem direitos e obrigações entre o comitente e terceiros” (CASES, José Maria Trepas. Comentário ao art. 693. In: AZEVEDO, Álvaro Villaça (Coord.). *Código civil comentado*. São Paulo: Editora Atlas, 2003. v. 8. p. 21).

54 DINIZ, Maria Helena. *Tratado teórico e prático dos contratos*. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2002. v. 3. p. 431.

ternativa de pagamento em dinheiro prevista no plano de recuperação.

O caso paradigmático na discussão da validade da cláusula que prevê a atuação do comissário foi a recuperação judicial do Grupo OGX. A Cláusula 5.1.5.6 do plano de recuperação tratou da nomeação do comissário e de suas atribuições:

Cláusula 5.1.5.6. Nomeação de Comissário. O Credor que desejar receber o produto líquido da alienação das Ações em pagamento de seu Crédito na forma da Cláusula 5.1.5.1 (ii) e seguintes, e realizar a entrega da correspondente Notificação de Opção de Recebimento, conforme prevista na Cláusula 5.1.5.1 acima, por força deste Plano, nomeará como Comissário a OGPar (ou quem a OGX indicar), de forma irrevogável e irretroatável, para fins e efeitos do Artigo 693 do Código Civil, outorgando-lhe mandato e todos os poderes necessários para (I) subscrever as Ações em nome próprio, mas para o benefício do Credor; (II) alienar as Ações, de forma pública ou privada, em qualquer data; e (III) a exclusivo critério do Comissário, tomar toda e qualquer providência necessária ou razoável, inclusive o fechamento de contratos de câmbio e remessa dos recursos líquidos apurados com a venda das Ações para a conta corrente indicada pelo Credor na Notificação de Opção de Recebimento.

A validade da cláusula foi questionada pelo Ministério Público em sede de agravo de instrumento. O relator do agravo, Des. Gilberto Campista Guarino, rechaçou o argumento da invalidade. Para o magistrado, 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”⁵⁵.

No entanto, a Cláusula 5.1.5.7⁵⁶ do mesmo plano estipulou a

55 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro – TJRJ. 14ª Câmara Cível. Agravo de Instrumento nº 0039682-69.2014.8.19.0000. Relator: Des. Gilberto Campista Guarino. Julgamento em: 03 dez. 2014.

56 “Cláusula 5.1.5.7. Isenção de Responsabilidade do Comissário. O comissário é isento de toda

isenção da responsabilidade do comissário na alienação das ações⁵⁷. Essa previsão é frontalmente contrária ao disposto no art. 696⁵⁸ do CC, o qual confere ao comissário a responsabilidade pelos prejuízos causados ao comitente se não atuar com diligência e cuidado, exceтуando-se a hipótese excludente de responsabilidade por força maior. A esse propósito, o relator reconheceu sua ilegalidade, expurgando-a do plano de recuperação, nos seguintes termos:

95. Tal como redigida, os credores que, facultativamente, optem pela constituição do comissário, abrem mão, forçosamente, da garantia de reparação por qualquer prejuízo que ele venha a gerar no exercício do seu desiderato, tanto mais quando

e qualquer responsabilidade derivada da venda das Ações para fins de implementação deste Plano conforme instruções do respectivo Credor na Notificação de Opção de Recebimento. Neste sentido, os Credores que optarem pela Opção B, renunciarão aos direitos previstos nos Artigos 696, 967 e 698 do Código Civil, já que o Comissário realizará a alienação das Ações tendo como objetivo único entregar valores em pecúnia ao Credor, sem qualquer obrigação de buscar a maximização do preço de venda das Ações, não podendo lhe ser imputado qualquer suposto prejuízo derivado do momento, forma e/ou valores apurados com a alienação das Ações, incluindo prejuízo advindo de eventual insolvência do adquirente das Ações, com o qual não se responsabilizará solidariamente”.

57 Uma previsão semelhante foi inserida no plano de recuperação do Grupo Inepar, excluindo a responsabilidade do comissário por prejuízos suportados pelo credor na venda das ações, mas não houve questionamento a respeito de sua validade: “Cláusula 7.5.2. O Mandatário e o Comissário são isentos de toda e qualquer responsabilidade derivada da adoção das medidas necessárias para fins de implementação do Plano. Os Credores que escolherem a Opção B prevista na Cláusula 4.1.1(ii) e na Cláusula 5.1.1(ii) renunciam aos direitos previstos nos arts. 696, 697 e 698 do Código Civil, tendo em vista que o Comissário deverá envidar os melhores esforços para realizar a alienação das Ações com o único e exclusivo objetivo de entregar os recursos financeiros ao Credor, sem qualquer obrigação de resultado e de buscar a maximização do preço de venda das Ações, não podendo lhe ser imputado qualquer suposto prejuízo derivado do momento, forma e/ou valores apurados com a alienação das Ações, incluindo prejuízo advindo de eventual insolvência do adquirente das Ações, com o qual não se responsabilizará solidariamente”.

58 Art. 696, Código Civil: “No desempenho das suas incumbências o comissário é obrigado a agir com cuidado e diligência, não só para evitar qualquer prejuízo ao comitente, mas ainda para lhe proporcionar o lucro que razoavelmente se podia esperar do negócio. Parágrafo único. Responderá o comissário, salvo motivo de força maior, por qualquer prejuízo que, por ação ou omissão, ocasionar ao comitente”.

a nomeação é livre para as recuperandas. Cabe, então, conjecturar se a previsão de sua existência visa, realmente, facilitar a alienação das ações recebidas pelos credores, conforme sustentam as agravadas, ou se, ao que mais parece, cria uma forma de eximir a “[...] OGPar (ou quem a OGX indicar) [...]” da responsabilidade por uma eventual venda dos valores mobiliários por preço vil, o que traria manifesto prejuízo ao comitente.

96. É contrário aos mais mezinhos princípios gerais do direito, inclusive o crucial, já mencionado, da boa fé objetiva, bem como a toda a teoria geral das nulidades, que, por disposição de índole contratual pluralista, própria da natureza do Plano de Recuperação Judicial, afastem-se normas dirigidas às partes, mas de natureza cogente, previstas no Código Civil (artigos 696, 697 e 698), que expressamente disciplinam a responsabilidade civil do comissário. [...]

99. A assunção do risco é, portanto, elemento essencial (*essentialia negotii*) do contrato de comissão, sem o qual o negócio jurídico se descaracteriza como individualizado. [...]

101. A cláusula de irresponsabilidade, ou cláusula de não indenizar, ainda viola princípio geral do direito consubstanciado no brocardo jurídico que traduz e impõe o *neminem laedere*, segundo o qual a ninguém é dado causar prejuízo a outrem. O contrário teria como consequência, no caso, afastar, de forma ampla, genérica e irrestrita, a essencial assunção do risco, até porque exoneraria o comissário do dever de diligência decorrente da fundamental observância do reiterado princípio da boa fé, destacado no art. 422 do Código Civil, na esteira dos princípios fundamentais da Constituição da República. [...]

104. Assim, analisado o plano da validade, é nula a cláusula de irresponsabilidade em análise.⁵⁹

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

O plano de recuperação judicial do Grupo Eneva⁶⁰ também trouxe a previsão de venda das ações por comissário, porém sem a cláusula de isenção de responsabilidade reconhecida como ilegal pelo precedente acima citado. Além disso, o plano da Eneva previu o procedimento a ser seguido pelo comissário após a formalização da opção pelo credor: (i) primeiro, o comissário deveria iniciar a venda das ações no prazo de até 3 (três) dias úteis contados da homologação do aumento de capital, (ii) segundo, o comissário deveria entregar os valores recebidos ao credor, depositando-os na conta corrente indicada, em até 3 (três) dias da realização da venda das ações⁶¹.

Embora a operação tenha sido estipulada nos planos de recuperação do Grupo OGX e do Grupo Eneva, em nenhum dos casos houve a efetiva implementação da figura do comissário. De acordo com informações extraídas do Memorando CVM/SMI nº 013/2016⁶²,

60 “Cláusula 4.9. Comissário. Os Credores que não desejarem se tornar acionistas da Eneva mediante o recebimento das Novas Ações poderão optar por nomear e outorgar os poderes competentes ao Comissário, o qual receberá as Novas Ações a que tais Credores teriam direito, realizará a venda de tais Novas Ações de acordo com sua cotação no momento do pregão em que a venda for realizada, e entregará os recursos líquidos provenientes da venda, nos prazos indicados na subcláusula abaixo. O Comissário atuará exclusivamente para vender as Novas Ações e entregar os valores obtidos com a venda ao respectivo Credor que optar por sua nomeação, não tendo a obrigação de buscar a maximização do preço de venda das Novas Ações para além da cotação verificada no momento do pregão em que a venda for realizada. Nenhuma remuneração ao trabalho exercido pelo Comissário será exigida do Credor que optar por sua nomeação”.

61 “Cláusula 4.9.1. Formalização da Indicação. O Credor que preferir delegar ao Comissário os poderes necessários à alienação das Novas Ações a que fizer jus deverá manifestar sua intenção no prazo de até 10 (dez) dias após a Data de Homologação Judicial do Plano, mediante o preenchimento de formulário cujo modelo integra o Anexo 4.9.1 deste Plano, indicando os dados da conta bancária na qual deverá ser realizado o oportuno pagamento do produto da alienação das Novas Ações. O Comissário deverá (i) iniciar a venda das Novas Ações em até 3 (três) Dias Úteis a contar da Homologação do Aumento de Capital e (ii) entregar o produto da alienação das Novas Ações ao respectivo Credor, na conta corrente por ele indicada, líquido de todos e quaisquer custos e taxas operacionais e tributos, em até 3 (três) Dias Úteis após a realização da venda das Novas Ações”.

62 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. *Memorando nº 013/2016*. Elaborado por: Francisco José Bastos Santos, da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários em 06 jul. 2016.

ainda que alguns credores tenham inicialmente optado por receber o pagamento de seu crédito por meio da venda realizada pelo comissário, a operação não foi concluída e os próprios credores aceitaram receber diretamente as ações das companhias.

Por outro lado, na recuperação judicial do Grupo Inepar, de acordo com fato relevante divulgado pela companhia em 16 de novembro de 2016⁶³, uma parcela dos credores escolheu utilizar o comissário para venda das ações na conversão de dívida em participação acionária. Diante disso, a companhia tem tomado as providências necessárias para a celebração do contrato de comissão e a concretização da operação, o que ainda não ocorreu.

5. Conclusão.

Por todo o exposto, é possível concluir o seguinte:

- (i) 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;
- (ii) a conversão de dívida em participação acionária pode ser utilizada como um 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;

63 INEPAR S.A. INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. Fato relevante. Data de divulgação: 16 nov. 2016. Disponível em: “http://www.inepar.com.br/pdf/17Nov_avisodebentures.pdf”. Acesso em: 05 mar 2017.

- (iii) 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 com o Direito Societário, notadamente os institutos do direito de preferência do acionista, da vedação à diluição injustificada dos acionistas e da fixação do valor do aumento de capital social;
- (iv) para que a operação seja bem-sucedida, nota-se que é 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;
- (v) 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. É muito mais vantajoso para a companhia – e para seus acionistas – adimplir suas obrigações por meio da conversão de dívida em *equity*, pois atrai para o corpo de acionistas da companhia mais pessoas – físicas ou jurídicas – interessadas no sucesso do processo de recuperação;
- (vi) o aumento de capital social deve ser deliberado de modo a corresponder ao montante de créditos cujos titulares adotem essa forma de pagamento. Considerando a renúncia – ou não – ao direito de preferência dos acionistas e a adesão – ou não – dos credores à opção de pagamento por conversão de dívida em participação acionária, pode-se realizar um segundo – e um terceiro, e assim por diante – aumento de capital para abranger a totalidade de créditos cujos titulares optaram pela capitalização;
- (vii) 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; e

- (viii) por fim, nota-se que a operação de conversão de dívida em *equity* pode ser uma ótima forma da companhia em recuperação efetuar o adimplemento de suas obrigações, com a preservação de suas disponibilidades de caixa, de tal sorte a mitigar o comprometimento de sua saúde financeira.