

Financiamento e Investimento na Recuperação Judicial

EDUARDO SECCHI MUNHOZ

1. Introdução

Depois de um período (especialmente, de 1994 a 2012) de avanços políticos (solidificação da democracia), econômicos (aumento do investimento e do emprego) e sociais (redução da pobreza e da desigualdade), o Brasil ingressou em 2015 em crise econômica¹. Para as empresas brasileiras, a crise é especialmente grave porque sobreveio, até certo ponto de forma abrupta, após um período de euforia, no qual, como nunca antes na história brasileira, houve acesso ao financiamento privado de longo prazo, por meio da emissão de títulos de capital e de dívida.

O acesso ao financiamento e o otimismo quanto ao futuro, que indicava forte crescimento da econômica brasileira, levou as empresas a captar volumes vultosos de recursos para a realização de projetos ambiciosos. Hoje se verifica que boa parte desses projetos não atingiu os resultados esperados, acarretando inadequação entre valor da dívida e capacidade de geração de caixa. O excesso de alavancagem e a incapacidade de pagamento de dívidas no tempo inicialmente contratado tornaram-se cada vez mais frequentes.

Como símbolo eloquente desse momento do capitalismo brasileiro está o caso do grupo X, do empresário Eike Baptista. Nos anos de euforia,

¹ Cf. Eduardo S. Munhoz, *Aquisição de controle na sociedade anônima*, São Paulo, Saraiva, 2012.

o grupo X atraiu a admiração de muitos, sendo capaz de captar, por meio do mercado de capitais e do mercado financeiro, bilhões de reais para o financiamento de projetos de infraestrutura ambiciosos. Como prenúncio da crise de 2015, numa velocidade impressionante, assistiu-se à derrocada sistêmica do grupo X, a ponto de quase todas as companhias dele integrantes terem ingressado com pedidos de recuperação judicial (v.g., OGX, OSX e MMX).

É nesse momento de crise econômica, agravado por suceder a um período de euforia, que a Lei de Recuperação e Falência (Lei 11.101/2005 - "LRE") completa 10 anos. Será, talvez, o grande teste para a LRE, na medida em que a recuperação da economia brasileira dependerá em boa medida de sua capacidade de dar resposta aos graves problemas que assolam importantes empresas brasileiras.

De fato, a literatura econômica e a jurídica têm apontado que um bom sistema falimentar é fator fundamental de resiliência econômica. Os efeitos da crise mundial de 2008 nos diferentes países servem bem a demonstrá-lo. Gilson² observa que, nos EUA, entre 2008 e 2009, dívidas no valor de cerca de USD 3,5 trilhões precisavam de reestruturação; e estavam envolvidos em processos de recuperação judicial (*Chapter 11*) ativos no valor de nada menos que USD 1,8 trilhões.

Segundo Gilson, o sistema norte-americano, focado na reorganização e reabilitação das empresas, e não na pura liquidação de seus ativos, contribuiu decisivamente para que a economia dos EUA se recuperasse mais rapidamente. Não fosse a sofisticação do modelo dos EUA para lidar com empresas em estresse financeiro, muitas delas envolvidas em escândalos de corrupção e de práticas ilegais, os efeitos da crise de 2008 seriam significativamente mais danosos e duradouros para o povo norte-americano.

Cabe, portanto, indagar: o sistema falimentar brasileiro dará resposta semelhante à crise econômica brasileira de 2015?; os 10 anos de experiência de aplicação da LRE terão contribuído para a construção de um ambiente propício à superação da crise da empresa?

No futuro próximo, haverá dados empíricos disponíveis para responder de forma adequada a essas perguntas. Este trabalho não arrisca, portanto, a antecipação de qualquer resposta. Seu objetivo é, inicialmente,

² Stuart C. Gilson, *Coming through in a crisis: how Chapter 11 and debt restructuring industry are helping to revive the US economy*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 24, 2012, pp. 23-35.

abordar de forma ampla alguns dos fatores fundamentais para a construção de um bom e eficiente sistema falimentar, cuja importância no capitalismo contemporâneo tornou-se um truísmo. Em seguida, propõe-se a analisar, com mais detalhe, aspectos específicos da lei brasileira que afetam o investimento e o financiamento da empresa em crise, fatores reconhecidamente cruciais para o sucesso de sua recuperação.

2. O sistema falimentar. Princípios e condições para o seu desenvolvimento

No Brasil, há a tendência de esperar que uma lei, ou uma reforma legislativa, possa, por si só, dar conta dos problemas verificados na realidade. Essa crença exacerbada no poder transformador da lei talvez derive do tradição cultural bacharelesca da sociedade brasileira. O conhecimento é valorizado pelo seu aspecto intelectual puro, como ornamento e prenda; menos importante é o conhecimento operacional, voltado à consecução de finalidades práticas e objetivas ligadas ao trabalho³.

A elaboração e aprovação de uma nova lei cabe bem dentro da ideia de um conhecimento puro, abstrato; já a criação das condições necessárias, para sua aplicação, para a implementação de seus objetivos na realidade, é própria à esfera do trabalho, da ação. No Brasil são muitas as leis que não ganham efetividade, permanecendo presentes apenas no papel, sem ganhar vida no dia-a-dia da sociedade. Diante do aumento da incidência de um determinado crime, mais fácil é aprovar uma lei para qualificá-lo como hediondo, tornando a punição mais grave, do que tomar as medidas necessárias para combatê-lo na realidade, o que exigiria investimento na polícia, na melhoria das condições de investigação, entre tantas outras providências de ordem prática.

³ Cf. Sergio Buarque de Holanda, *Raízes do Brasil*, 26ª ed, São Paulo, Companhia das Letras, 1995, p. 83: "O trabalho mental, que não suja as mãos e não fatiga o corpo, pode constituir, com efeito, ocupação digna de antigos senhores de escravos e dos seus herdeiros. Não significa forçosamente, neste caso, amor ao pensamento especulativo (...) mas amor à frase sonora, ao verbo espontâneo e abundante, à erudição ostentosa, à expressão rara. É que para bem corresponder ao papel que, mesmo sem o saber, lhe conferimos, inteligência há de ser ornamento e prenda, não instrumento de conhecimento e de ação. (...) Aliás, o exercício dessas qualidades que ocupam a inteligência sem ocupar os braços tinha sido expressamente considerado, já em outras épocas, como pertinente aos homens nobres e livres, de onde, segundo parece, o nome liberais dado a determinadas artes, em oposição às mecânicas, que pertencem às classes servis".

Daí porque a efetividade das leis é um problema frequente no Brasil. Tão ou mais importante que a aprovação de um bom texto legislativo é criar as condições para que a lei se torne efetiva, ou seja, cuidar da construção de um ambiente favorável ao seu cumprimento e à implementação de seus objetivos. O papel das instituições relacionadas com o cumprimento de uma determinada lei assume, então, especial destaque. Sem que as instituições funcionem adequadamente, e de forma harmônica e coordenada, a lei não ganha vida na realidade, permanecendo como um texto frio e sem utilidade⁴.

As observações anteriores não se referem evidentemente apenas ao sistema falimentar, mas são especialmente importantes para ele. A LRE, editada em 2005, pode constituir um marco inicial na construção de um sistema falimentar que contribua para o desenvolvimento econômico e social do país, mas é certo que o seu advento está longe de ser suficiente para alcançar esse objetivo. Este tópico dedica-se a apontar, de forma genérica, alguns dos fatores essenciais para a construção desse sistema.

Um primeiro aspecto, a merecer destaque, diz respeito à cultura, porque ela influencia a interpretação da lei e as soluções adotadas na realidade. Historicamente, a falência é vista, no Brasil, com sinal pejorativo, motivo de vergonha, sendo comum sua associação com a ideia de crime, de fraude, de mau comportamento do empresário. Muito diferente é a visão que a sociedade norte-americana tem do instituto. Nos EUA, a crise da empresa, ou mesmo sua falência, não tem em geral conotação pejorativa, sendo antes vistas como fenômenos comuns, próprios do capitalismo. Afinal, o risco é elemento intrínseco do capitalismo e, por isso, é natural que determinados empreendimentos econômicos sejam mal sucedidos. Livre iniciativa, empreendedorismo e insucesso de determinadas empresas são fatores próximos e integrantes da mesma realidade. Por isso, no capitalismo norte-americano, são muitos os exemplos de empresários emblemáticos (Henry Ford, Walt Disney, entre outros) que, antes de alcançar o sucesso, passaram por uma falência. Não é de surpreender, portanto, que já constasse do *Bankruptcy Act* norte-americano, de 1898, o seguinte princípio: "When an honest man is hopelessly down financially, nothing is gained for the public by keeping him down, but, on the contrary,

⁴ Cf. Douglass C North, *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge, Press Syndicate of the University of Cambridge, 1990.

the public good will be promoted by having his assets distributed ratably as far as they will go among his creditors and letting him start anew".

O traço cultural brasileiro sobre a falência refletiu-se, historicamente, no fato de que somente na lei de 2005 veio claro o princípio de que o soerguimento das empresas em crise ou a manutenção da atividade produtiva na falência atendem ao interesse público. O direito falimentar brasileiro viveu sob um movimento regulatório pendular, de índole puramente privatista, ora para favorecer o empresário-devedor, ora para favorecer os credores⁵.

Não há dúvida de que, cada vez mais, à medida que o capitalismo brasileiro se desenvolve e se sofisticava, essa visão cultural gradualmente se modifica. Mas essa raiz histórica ainda está muito presente na mente dos brasileiros, a influenciar o comportamento dos envolvidos em processos de reestruturação ou de falência. Um bom exemplo da presença dessa relíquia cultural está na divisão, ainda presente em boa medida, entre os advogados que trabalham na área em dois times: o dos advogados dos credores e o dos devedores; como se todos não atuassem no mesmo segmento da economia, pautado pelos mesmos princípios e objetivos.

Nesse contexto, a visão da crise da empresa como um elemento natural do capitalismo, derivado dos riscos que envolvem os empreendimentos econômicos, é sem dúvida um passo importante no avanço de soluções adequadas e harmônicas para os problemas verificados nessa área. Também essencial é reconhecer que a empresa é uma organização social que não se exaure na figura do empresário ou dos credores, envolvendo fornecedores, trabalhadores, consumidores e a comunidade, cujos interesses devem ser ponderados pela regulação jurídica ao cuidar de sua crise. Nessa linha, constituem um grande avanço os arts. 47 e 75 da LRE, ao reconhecerem a importância da *empresa* e ao estabelecerem os objetivos da recuperação judicial e da falência em coerência com a sua função social⁶.

Além do aspecto cultural, e da fixação adequada dos objetivos da lei falimentar, baseados na função social da empresa, é preciso cuidar, como antes mencionado, para que o conjunto de instituições relacionadas com

⁵ Cf. Fabio K. Comparato, *Aspectos jurídicos da macroempresa*, São Paulo, RT, 1970, pp. 98-101.

⁶ Cf. Sheila C. Nêder Cerezetti, *A Recuperação judicial de sociedade por ações – o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência*, São Paulo, Malheiros, 2012.

o tema atuem de forma adequada. Dentre essas instituições, merece especial destaque o Poder Judiciário.

Em recente pesquisa empírica, LoPucki⁷ analisa a correlação entre determinadas variáveis e o sucesso em processos de recuperação de empresas. Foram examinados fatores como (i) acesso a financiamento, (ii) prévia celebração de acordo com credores, (iii) venda de ativos, (iv) presença de comitê de credores, entre outros. A conclusão é que, dentre todos os fatores examinados, o que mais contribui para o sucesso de uma recuperação judicial é a experiência dos juízes ou dos tribunais que presidem o caso.

O resultado, embora de certo modo surpreendente, não é difícil de ser explicado. No campo da aplicação das leis, o Judiciário exerce função de importância crucial. É que as leis nascem para ser interpretadas, ganhando significado variável no curso do tempo, segundo os valores dominantes e as transformações da sociedade. É inequívoco que a jurisprudência, mesmo no sistema de *civil law*, exerce função proeminente como fonte do direito. E essa função criadora do direito, exercida pela jurisprudência, é especialmente relevante no campo da regulação econômica, como é o caso do sistema falimentar, dada a velocidade com que se transformam as condições da vida empresarial na realidade hodierna. O conjunto de precedentes judiciais determina o significado, a cada período, das normas legais, sobretudo das cláusulas gerais previstas na lei, dando a diretriz necessária para a construção de um ambiente pautado pela segurança e previsibilidade. É a partir das decisões dos tribunais a respeito de terminado texto legal que os investidores podem prever quais serão as consequências de suas ações, algo fundamental para o planejamento. A mera leitura de um texto legislativo não pode conferir o mesmo nível de previsibilidade e de segurança quanto ao resultado de ações futuras.

Acresce que, nos processos de recuperação judicial ou de falência, o papel do juiz vai muito além de decidir as questões controvertidas, ou disputadas entre as partes. O juiz assume um papel de condutor, de maestro, de presidente, do processo, o que envolve não apenas deci-

⁷ Cf. Lynn M. LoPucki, *Bankruptcy survival*, in *UCLA Law Review*, v. 62, 2015, pp. 1013-1014: "The relationship between JUDGE EXPERIENCE and BANKRUPTCY-SURVIVAL is probably the most important discovery to result from this study. Our finding suggests that bankruptcy system participants can increase the survival level, simply by shifting cases to more experienced judges."

dir questões controvertidas, como também orientar e decidir matérias que dizem respeito diretamente ao desenvolvimento e ao futuro da empresa⁸. No tópico seguinte, quando se examinar a questão do investimento e do financiamento das empresas em crise, essa assertiva será mais bem esclarecida.

Daí a importância da especialização do juízes, da composição de juízes especializados para lidar com casos de recuperação judicial e de falência. Nesse sentido, a existência de varas especializadas na comarca de São Paulo e, sobretudo, de câmaras especializadas no Tribunal de Justiça de São Paulo constituem uma iniciativa valiosa, que muito tem contribuído para o desenvolvimento do sistema falimentar no Brasil. O mesmo se pode dizer do Estado do Rio de Janeiro e de outros que se preocuparam em criar varas especializadas para lidar com direito empresarial e falimentar. Essas iniciativas precisam ser estimuladas e aprimoradas. Afinal, como aponta a pesquisa empírica referida por LoPucki, a experiência e qualidade dos juízes é o fator de maior influência para o sucesso da superação da crise da empresa.

Além do aperfeiçoamento do Poder Judiciário, a formação de empresas e profissionais especializados para lidar com a crise de empresas (empresas de *turnaround*, assessores financeiros, advogados etc) é muito importante. Assistiu-se no Brasil, desde a edição da LRE em 2005, um claro avanço nesse campo, como se pode perceber pela constituição de associações importantes, como a filial no Brasil do *Turnaround Management Association – TMA* e o Instituto Brasileiro de Estudos de Recuperação de Empresas – IBR.

A completar o quadro, falta a formação e maior participação de investidores especializados em atuar nos momentos de crise da empresa. Alguns fundos e investidores estrangeiros têm progressivamente se interessado em atuar nessa área no Brasil, mas trata-se ainda de movimento incipiente. São, por outro lado, poucos os investidores brasileiros a atuar nessa área. A formação desse mercado, que dinamizaria o financiamento, o mercado secundário de aquisição de créditos e a aquisição de ativos ou a troca de controle das empresas em crise constitui,

⁸ Cf. Eduardo S. Munhoz, *Anotações sobre os limites do poder jurisdicional na apreciação do plano de recuperação judicial*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 36, 2007, p. 184.

sem dúvida, um outro pilar fundamental para o desenvolvimento de um bom sistema falimentar.

Feitas essas considerações de ordem geral, cumpre abordar o tema central do presente trabalho: o financiamento e o investimento na recuperação judicial. As considerações anteriores são importantes para bem compreender alguns dos problemas verificados nessa área. O objetivo, nos tópicos que se seguem, é apresentar sugestões *de lege ferenda* e soluções baseadas na interpretação da lei vigente que, segundo se procurará demonstrar, muito podem contribuir para o aperfeiçoamento do sistema e o atendimento do interesse público.

3. Financiamento e Investimento na Recuperação Judicial

Para os objetivos deste trabalho, denomina-se de financiamento na recuperação judicial o aporte de recursos à empresa em recuperação sob a forma de dívida (v.g., celebração de contrato de mútuo, emissão de debêntures ou outros títulos de dívida). Por investimento, entendem-se os aportes de recursos voltados à aquisição de controle da empresa em recuperação judicial, à aquisição de títulos de participação no seu capital (v.g., ações) ou à aquisição de bens ou direitos de sua propriedade (v.g., aquisição de controle, aquisição de bens, operações de reorganização societária).

O acesso a fontes de financiamento e de investimento é fundamental para o êxito de projetos de recuperação de empresa⁹.

Quando a empresa entra em crise, seu acesso ao crédito fica altamente restringido ou é mesmo suprimido. E, na economia atual, é muito difícil que as empresas possam atuar sem acesso constante e regular a fontes de financiamento. Por isso, a literatura reconhece unanimemente que o acesso a fontes de financiamento, ou ao usualmente chamado *financiamento DIP* ou *financiamento Exit*, é um dos fatores determinantes para o sucesso da recuperação da empresa.

O financiamento DIP, ou seja, o financiamento concedido no curso de processo de recuperação judicial, cria a ponte necessária entre o momento em que a empresa ingressa com seu pedido de recuperação, quando seu acesso a crédito é altamente restringido, e aquele em que será capaz de

⁹ Cf. Lynn M. LoPucki, *Bankruptcy survival*, in *UCLA Law Review*, v. 62, 2015; Sris Chatterjee *et al.*, *Debtor-in-Possession financing*, in *Journal of Banking & Finance*, v. 28, 2004, p. 3097.

negociar e aprovar com seus credores um plano de reorganização. Na lei brasileira, pode-se concluir indiretamente que esse prazo de negociação entre devedor e de credores é, em princípio, de 180 dias, período em que ficam suspensas as ações e execuções contra o devedor (art. 6º, *caput* e §4, LRE). Já o financiamento Exit atua no momento em que a empresa emerge de sua recuperação, ou seja, quando o plano de recuperação é aprovado, sendo importante para viabilizar sua implementação.

O investimento é, igualmente, fator determinante do sucesso da recuperação da empresa. A venda de bens ou direitos de propriedade da empresa em recuperação pode ser uma forma importante de levantamento de recursos necessários ao pagamento de sua dívida. Também pode ser uma estratégia para levar a empresa a deixar de desenvolver atividades em que tenha menos sucesso, ou que não constituam sua atividade principal. Ainda, a venda de bens ou direitos pode ser empregada como forma de reduzir a necessidade de investimentos que teriam de ser realizados pela empresa em recuperação no futuro, os quais seriam incompatíveis com a sua capacidade, ou que comprometeriam excessivamente sua capacidade de geração de caixa e de pagamento de dívidas¹⁰.

Já a transferência do controle societário ou outras formas de reorganização societária (cisão, fusão, incorporação), além de constituírem uma possível fonte de recursos para pagamento das dívidas, podem implicar a alocação da atividade da empresa em recuperação a um novo empresário, capaz de, por via de novos investimentos, da implementação de novos métodos de gestão, ou de ganhos de sinergia ou de escala, dar à empresa o maior valor possível. De fato, é possível que a transferência do controle ou a reorganização societária, ao alocarem a atividade a um novo empreendedor, viabilizem a continuidade e o crescimento da empresa no futuro, em benefício dos credores anteriores e da sociedade como um todo.

Bem compreendida a importância do financiamento e do investimento para a recuperação da empresa, cumpre examinar os principais aspectos da lei brasileira que se relacionam com o tema. Cumpre estudar em que medida a lei brasileira oferece as condições necessárias para o

¹⁰ Cf. Douglas G. Baird et al. *Antibankruptcy*, in *The Yale Law Journal*, v. 119, 2010, p. 648.

que o financiamento e o investimento na empresa em recuperação possam ocorrer.

3.1. Não-sucessão em obrigações

É condição necessária para a realização de investimento na aquisição de bens e direitos de uma empresa em crise assegurar que o investidor (adquirente dos bens) não seja sucessor das obrigações da alienante.

Nas reestruturações de dívida fora de juízo, ou seja, não baseadas em processo judicial, não há nenhum mecanismo específico previsto na LRE que confira proteção ao adquirente. Nesse caso, incidem as regras gerais sobre sucessão de dívidas, estabelecidas, por exemplo, no Código Civil, na lei tributária e na lei trabalhista.

Quanto ao Código Civil, merece atenção o art. 1.146, segundo o qual o adquirente do estabelecimento comercial responde pelos débitos anteriores à transferência, desde que devidamente contabilizados¹¹. A lei tributária, de sua parte, trata do tema no art. 133¹² do Código Tributário Nacional, que estabelece a responsabilidade integral, ou subsidiária, do adquirente pelos tributos relativos ao fundo de comércio ou estabelecimento comercial adquirido. Finalmente, a lei trabalhista cuida do tema nos arts. 10 e 448 da Consolidação das Leis do Trabalho – CLT¹³, que estabelecem a continuidade do contrato de trabalho e de todos os direi-

¹¹ “Art. 1.146. O adquirente do estabelecimento responde pelo pagamento dos débitos anteriores à transferência, desde que regularmente contabilizados, continuando o devedor primitivo solidariamente obrigado pelo prazo de um ano, a partir, quanto aos créditos vencidos, da publicação, e, quanto aos outros, da data do vencimento.”

¹² “Art. 133. A pessoa natural ou jurídica de direito privado que adquirir de outra, por qualquer título, fundo de comércio ou estabelecimento comercial, industrial ou profissional, e continuar a respectiva exploração, sob a mesma ou outra razão social ou sob firma ou nome individual, responde pelos tributos, relativos ao fundo ou estabelecimento adquirido, devidos até à data do ato:

I – integralmente, se o alienante cessar a exploração do comércio, indústria ou atividade;
II – subsidiariamente com o alienante, se este prosseguir na exploração ou iniciar dentro de seis meses a contar da data da alienação, nova atividade no mesmo ou em outro ramo de comércio, indústria ou profissão.”

¹³ “Art. 10 – Qualquer alteração na estrutura jurídica da empresa não afetará os direitos adquiridos por seus empregados;

Art. 448 – A mudança na propriedade ou na estrutura jurídica da empresa não afetará os contratos de trabalho dos respectivos empregados.”

tos a ele concernentes, independentemente de mudança na propriedade ou na estrutura jurídica da empresa.

Assim, na reestruturações de dívida fora de juízo, não há mecanismos na lei para oferecer proteção ao investidor quanto a obrigações anteriores da empresa em crise. A depender do caso concreto, isso pode inviabilizar por completo todo e qualquer investimento, levando a que uma empresa tenha que se valer de um processo judicial para viabilizar sua recuperação exclusivamente por conta do regime de sucessão. Vale dizer, a empresa tem a possibilidade de reestruturar suas dívidas em acordo fora de juízo com seus credores, mas é compelida a ingressar com pedido de recuperação judicial pela impossibilidade de obter investimento em virtude do regime geral de sucessão na venda de estabelecimento ou fundo de comércio.

A LRE também não estabelece claramente a regra da não-sucessão na recuperação extrajudicial (art. 161 e ss.). Muito embora parte da doutrina sustente que a regra da não-sucessão, prevista para a recuperação judicial, também seja aplicável à recuperação extrajudicial¹⁴, não há consenso a respeito do assunto, nem há um conjunto de precedentes judiciais que pudesse conferir segurança a tal conclusão. Logo, no quadro atual, da perspectiva dos investidores, a recuperação extrajudicial também não oferece proteção adequada quanto à não-sucessão nas obrigações anteriores do alienante dos bens.

O regime de não-sucessão em obrigações fica restrito, portanto, ao campo da recuperação judicial e da falência. Quanto à recuperação judicial, pode-se dizer que há um regime mitigado de não-sucessão, ao passo que na falência há uma proteção mais ampla¹⁵.

Na recuperação judicial, incide o art. 60 da LRE, que estabelece a regra geral da não-sucessão do adquirente em obrigações de qualquer natureza do devedor, desde que a aquisição: (i) tenha por objeto uma *unidade produtiva isolada*; e (ii) a alienação seja efetivada judicialmente, nos termos do art. 142 da lei.

Há sérias incertezas, no entanto, quanto à aplicação do regime da não-sucessão na recuperação judicial. Primeiro, o conceito de *unidade*

produtiva isolada tem suscitado polêmica na doutrina e incerteza na jurisprudência. Segundo, a forma da alienação judicial (v.g., com ou sem leilão) também suscita dúvidas. Terceiro, ainda que o Superior Tribunal de Justiça¹⁶ tenha reconhecido a competência do juízo da recuperação para decidir sobre a incidência, ou não, da regra da não-sucessão, algo fundamental para evitar decisões contraditórias sobre o tema (por exemplo, com o reconhecimento da sucessão em processos individuais tributários ou trabalhistas), a proteção não é absoluta, haja vista que recursos podem ser interpostos contra tal decisão, somente sendo possível chegar a uma posição final (decisão judicial transitada em julgado) depois de anos passados. Assim, ainda que o art. 60 da LRE represente inegável avanço, a realidade brasileira está longe de oferecer proteção ampla e adequada ao investidor que pretenda adquirir bens de uma empresa em recuperação judicial, como seria desejável.

Na falência, pode-se afirmar que há um regime adequado para a não-sucessão. O art. 141, II, da LRE prevê a não-sucessão na venda de bens de qualquer natureza, de modo que não existe, na hipótese, a dificuldade de definir a extensão do conceito de *unidade produtiva isolada*, como ocorre no caso de recuperação judicial. Também está clara a não-sucessão desde que a venda seja realizada no âmbito da falência, ou seja, por um dos meios admitidos de alienação judicial. A despeito da maior clareza da norma legal, o que afasta as incertezas antes apontadas em relação ao regime observado na recuperação judicial, o fato é que a ineficiência do processo de falência no Brasil dificulta sobremaneira a rápida alienação de bens da massa falida. A LRE permite que a alienação de ativos na falência seja realizada mesmo antes da formação do quadro geral de credores (art. 139), o que significa importante avanço em relação ao sistema vigente anteriormente, mas o fato é que a experiência brasileira quanto aos processos de falência continua a ser pautada pela grande morosidade e dificuldade para a implementação desse tipo de solução. Esse quadro leva a que também o processo de falência não se constitua num meio eficiente para a transferência de bens do devedor para outros empreendedores que possam dar seguimento à atividade empresarial de forma próspera.

¹⁴ Cf. Glauco A. Martins, *A recuperação extrajudicial*, São Paulo, Quartier Latin, 2012.

¹⁵ Cf. Eduardo S. Munhoz, in Francisco Satiro de Souza Jr. et al (coord.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, 2ª ed., São Paulo, RT, 2007, pp. 297-302.

¹⁶ Cf. Conflito de Competência n. 61.272 – RJ (2006/0077383-7), rel. Min. Ari Pargendler, j. 26.04.2007.

As observações anteriores mostram que a realidade brasileira em relação à regra de não-sucessão não é favorável a fomentar o investimento na empresa em crise. A não-sucessão, condição necessária, ainda que não suficiente, para o investimento, está prevista apenas nos casos de recuperação judicial e de falência. Ainda assim, como se viu, com dificuldades e incertezas para sua implementação. Nesse cenário, seriam importantes mudanças *de lege ferenda*, bem como a evolução jurisprudencial, para conferir maior segurança aos investidores.

Inicialmente, seria de todo adequado estender a regra da não-sucessão para a recuperação extrajudicial (art. 161 e ss., LRE). Isso permitiria que a empresa em crise pudesse negociar com seus credores, fora de juízo, soluções para sua crise, vindo a buscar a homologação dessa solução perante o Judiciário com o objetivo de obter o benefício da não-sucessão. A intervenção jurisdicional nesse caso seria suficiente para coibir a ocorrência de fraude, assegurando que a alienação de bens seja realizada sem sucessão, por se cuidar de regra coerente com o princípio da preservação da empresa e benéfica para a sociedade. Essa solução abriria caminho para dar utilidade não apenas à recuperação extrajudicial que tem por objetivo vincular credores dissidentes (art. 163), como também àquela baseada na unanimidade dos credores atingidos (art. 162). A não-sucessão deveria abranger os credores sujeitos à recuperação extrajudicial, como também os créditos tributários, podendo-se estabelecer, como forma de tutelar estes últimos, regra semelhante à prevista para o caso de falência (art. 133, §3º, CTN), pela qual os valores obtidos com a alienação ficariam depositados judicialmente por um ano para eventual pagamento de créditos tributários objeto de cobrança judicial, liberando-se antecipadamente, porém, o pagamento dos credores com preferência sobre estes.

Ao estender-se a regra da não-sucessão para negociações de reestruturação de dívida implementadas fora de juízo, evita-se que recuperações judiciais sejam iniciadas com o único objetivo de buscar o benefício da não-sucessão e, por consequência, eliminam-se os altos custos derivados deste processo. Por outro lado, ao utilizar-se o mecanismo da recuperação extrajudicial, que admite as negociações fora de juízo mas que, por outro lado, exige a homologação judicial do plano acordado, evita-se que a regra da não-sucessão seja utilizada com a finalidade de fraudar a lei.

Com respeito à recuperação judicial, *de lege ferenda*, seria o caso de aplicar o mesmo regime previsto na lei para a hipótese de falência, evitando, dessa forma, as discussões concernentes à extensão do conceito de *unidade produtiva isolada*. Dada a segurança e a previsibilidade exigidas para fomentar o investimento, não é aconselhável que a lei adote cláusulas gerais para disciplinar a matéria, que comportam grande latitude de interpretação, como ocorre com a adoção do conceito de *unidade produtiva isolada*¹⁷.

Finalmente, em relação à recuperação extrajudicial, à recuperação judicial e à falência, é preciso estabelecer que, depois de implementados os atos de aquisição sob a regra da não-sucessão, desde que aprovados pelo juiz e praticados de boa-fé, já não possam ser modificados quanto a esse aspecto. Essa medida é essencial para assegurar que o investidor não seja surpreendido no futuro, conferindo-lhe a segurança de que a aquisição, efetivada sob o regime da não-sucessão conforme autorização judicial, não poderá ser modificada neste particular. Do contrário, somente após o trânsito em julgado da decisão sobre a não-sucessão, é que os investidores terão o nível de segurança necessário para realizar o investimento. A esse respeito (irreversibilidade dos atos efetivados anteriormente a ser observada em recursos judiciais), serão tecidas considerações mais detalhadas em tópico específico, mais adiante.

3.2. Validade e eficácia do negócio jurídico (proteção a fraude contra credores e figuras afins)

Para viabilizar o financiamento e o investimento é também necessário assegurar ao financiador/investidor que o negócio jurídico realizado não poderá ter sua validade ou eficácia afetadas por dívidas anteriores da empresa em crise.

No Brasil, podem afetar a validade ou a eficácia de negócios jurídicos realizados por empresas em crise, especialmente, os institutos da *fraude contra credores* (art. 158 e ss., Código Civil), da *ineficácia da alienação do estabelecimento* (art. 1.145, Código Civil), da *fraude de execução* (art. 593, Código de Processo Civil) e da *ineficácia ou revogabilidade de atos na falência* (art.

¹⁷ Eduardo S. Munhoz, in *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, Francisco Satiro de Souza Jr. et al (coord.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, 2ª ed., São Paulo, RT, 2007, pp. 297-302.

129, LRE). Esses institutos incidem em momentos e hipóteses distintas, mas todos podem levar ao reconhecimento da invalidade ou da ineficácia de negócios jurídicos que envolvam financiamento ou investimento na empresa crise, em virtude de dívidas anteriores.

Nas reestruturações de dívidas fora de juízo, a LRE não estabeleceu nenhum mecanismo de proteção para a validade e eficácia do investimento ou financiamento. Dessa forma, em cada caso concreto, deverá ser verificada a incidência de um dos institutos acima para avaliar a viabilidade, ou não, da operação. Com isso, a depender da extensão e do estágio da crise da empresa, isso pode tornar absolutamente inviável a realização do investimento ou financiamento. Todos os institutos antes referidos contemplam cláusulas gerais (v.g., risco de insolvência, *consilium fraudis*), que comportam diferentes interpretações em cada caso concreto. Isso contribui para aumentar o ambiente de insegurança e de incerteza. A verdade é que, havendo risco de insolvência da empresa, ou ações judiciais de valor material ajuizadas, dificilmente se poderá oferecer ao investidor a segurança necessária de que o negócio jurídico eventualmente realizado não poderá ser atacado no futuro por credores.

A LRE, ao cuidar da recuperação extrajudicial, também não contempla nenhuma proteção à validade e eficácia de negócios jurídicos realizados pelo devedor, para obter investimento. O quadro é idêntico ao verificado às reestruturações de dívida realizadas fora de juízo¹⁸.

Diante desse cenário, é comum que empresas, que teriam capacidade de negociar a reestruturação de suas dívidas fora de juízo ou mediante recuperação extrajudicial, tenham de se valer de pedido de recuperação judicial em virtude da impossibilidade de obter investimento, mediante, por exemplo, a venda de bens, dado o risco de invalidade ou de ineficácia desse negócio.

É que a LRE, com relação à recuperação judicial, oferece proteção adequada quanto à validade e eficácia dos negócios realizados sob o manto do plano de recuperação judicial, aprovado pela assembleia de credores e homologado judicialmente. De fato, o art. 131 da LRE estabelece a regra da imunidade dos atos contemplados no plano de recupe-

¹⁸ Parte da doutrina defende que a mesma proteção se aplica na recuperação extrajudicial, mas não se trata do entendimento dominante. Cf. Glauco A. Martins, *A recuperação extrajudicial*, São Paulo, Quartier Latin, 2012.-

ração judicial com relação ao risco de ineficácia ou de revogabilidade¹⁹. O mesmo regime de proteção aplica-se na hipótese de alienações judiciais realizadas no âmbito do processo de falência.

Esse quadro leva a que soluções com custo mais elevado para a sociedade tenham que ser adotadas. Trata-se das recuperações judiciais ajuizadas pelo fato de constituir o único meio para assegurar a proteção necessária ao investidor na eventual aquisição de bens ou direitos. De fato, é possível que empresas em crise tenham capacidade de reorganizar-se fora de juízo, mediante negociações com seus credores, de um lado, e a venda de bens, de outro. Sendo esta, porém, inviável, pelo risco de invalidade ou de ineficácia do negócio, e sendo os recursos a serem levantados por meio dela essenciais para a reestruturação da dívida, não restará outra solução possível que não o ajuizamento da recuperação judicial.

A exemplo do que se afirmou em relação ao regime de não-sucessão, há de se reconhecer a utilidade de estender-se a proteção do art. 131 da LRE à recuperação extrajudicial. Dessa forma, seria possível viabilizar reestruturações de dívidas e vendas de ativos fora do ambiente da recuperação judicial, sem, por outro lado, deixar de oferecer aos credores a proteção necessária, na medida em que a recuperação extrajudicial deve ser homologada judicialmente. Assim, uma vez requerida a homologação do plano de recuperação extrajudicial, contemplando a venda de bens ou direitos, o juiz publicaria o edital correspondente para dar a divulgação necessária ao ato, podendo os credores que se considerarem prejudicados pela venda comparecer e impugnar a homologação sob tal fundamento. Esse direito de impugnação deveria ser conferido não apenas aos credores atingidos pelo plano de recuperação extrajudicial mas a todos os credores do devedor, que poderiam alegar ter seus direitos afetados pela venda do bem previsto no plano.

Essa solução é recomendável porque evita os altos custos de recuperações judiciais que poderiam ser evitadas, sem, de outra parte, descurar da proteção dos credores anteriores, na medida em que estes teriam a possibilidade de se defender e de apresentar suas eventuais impugnações antes da homologação judicial do plano de recuperação extrajudicial.

¹⁹ "Art. 131. Nenhum dos atos referidos nos incisos I a III e VI do art. 129 desta Lei que tenham sido previstos e realizados na forma definida no plano de recuperação judicial será declarado ineficaz ou revogado."

3.3. Financiamento: prioridade em relação a outros créditos

Já se observou que o acesso a fontes de financiamento na recuperação judicial é um dos fatores cruciais para o êxito do soerguimento da empresa. Há duas formas principais de financiamento, classificadas segundo o momento em que é concedido. Aquele que é concedido entre o ingresso do pedido de recuperação judicial e a aprovação do plano de recuperação (financiamento DIP) e aquele previsto no plano de recuperação (*exit finance* – financiamento Exit).

A LRE procurou fomentar a concessão de crédito novo à empresa em recuperação judicial, ao estabelecer seu enquadramento dentre os créditos extraconcursais na hipótese de falência, tal como previsto no seu art. 67²⁰. Além disso, a LRE estabeleceu que a empresa em recuperação pode alienar ou onerar bens ou direitos integrantes do seu ativo permanente no curso do processo de recuperação judicial, ou seja, antes da aprovação do plano de recuperação, desde que em caso de evidente utilidade reconhecida pelo juiz, ouvido o comitê de credores (art. 66, LRF)²¹. Também podem ser alienados ou onerados bens nos termos previstos no plano de recuperação (arts. 50 e 66, LRE)²².

A prioridade concedida pelo art. 67 da LRE, no entanto, é insuficiente para estimular o financiamento. Isso porque no sistema falimentar brasileiro há créditos classificados como extraconcursais de diferentes categorias, não havendo, ademais, a definição de ordem de preferência entre eles. O art. 84²³ da lei define uma série de créditos qualificados como

²⁰ “Art. 67. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.”

²¹ “Art. 66. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, salvo evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o Comitê, com exceção daqueles previamente relacionados no plano de recuperação judicial.”

²² Cf. Eduardo S. Munhoz, in Francisco Satiro de Souza Jr. *et al* (coord.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, 2ª ed., São Paulo, RT, 2007.

²³ “Art. 84. Serão considerados créditos extraconcursais e serão pagos com precedência sobre os mencionados no art. 83 desta Lei, na ordem a seguir, os relativos a:

I – remunerações devidas ao administrador judicial e seus auxiliares, e créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho relativos a serviços prestados após a decretação da falência;

extraconcursais, os quais podem esvaziar substancialmente a proteção que o art. 67 pretendeu conferir ao financiamento concedido na recuperação judicial.

Acresce que, além dos créditos extraconcursais, há os créditos sujeitos a pedido de restituição (art. 85, LRE). Em relação ao bem objeto da restituição, o credor respectivo tem prioridade em relação aos credores extraconcursais na falência. É o caso, por exemplo, da alienação fiduciária, em relação ao bem que dela é objeto. Situação particular e que comporta incertezas é a dos contratos de adiantamento de câmbio para exportação (“ACC’s”), na forma do art. 75, §§ 3º e 4º, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que, segundo o art. 85, II, da LRE, também comportam pedido de restituição.

Nesse contexto, a preferência que a LRE conferiu ao financiamento na recuperação, ao qualificá-lo como extraconcursal na falência (art. 67), mostra-se insuficiente. Há muitos outros créditos que podem ter preferência sobre essa modalidade de financiamento, ou que podem gozar do mesmo nível de prioridade.

Para a viabilização do financiamento na recuperação, portanto, é fundamental a possibilidade de oferecer bens ou direitos em garantia. E isso é possível em dois momentos. No interregno entre o ingresso do pedido de recuperação e a aprovação do plano, quando a oneração dos bens ou direitos depende de autorização do juiz, ouvido o comitês de credores (art. 66), ou no momento em que é aprovado o plano de recuperação, o qual pode contemplar a alienação ou oneração de bens (arts. 50 e 66). Por meio da constituição de garantia sobre bens da empresa em recuperação, especialmente sob a modalidade de alienação fiduciária, pode-se conferir nível de proteção adequado ao financiador. Isso porque a alienação fiduciária, como se viu anteriormente, oferece ao credor a prioridade

II – quantias fornecidas à massa pelos credores;

III – despesas com arrecadação, administração, realização do ativo e distribuição do seu produto, bem como custas do processo de falência;

IV – custas judiciais relativas às ações e execuções em que a massa falida tenha sido vencida;

V – obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial, nos termos do art. 67 desta Lei, ou após a decretação da falência, e tributos relativos a fatos geradores ocorridos após a decretação da falência, respeitada a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.”

sobre o recebimento dos valores correspondentes ao bem objeto da alienação no caso de falência, por via, se for o caso, do pedido de restituição.

Se esse pode ser o caminho para a viabilização do financiamento DIP ou Exit no Brasil, há de se reconhecer, no entanto, sérias limitações. A primeira delas decorre do fato de que, em geral, a empresa em crise, ao entrar em recuperação judicial, não dispõe de bens livres e desonerados para serem oferecidos em garantia, ou em alienação fiduciária, para obtenção de financiamento novo, a ser autorizado pela forma prevista no art. 66, antes mencionado. Ademais, segundo o art. 50, § 1º, o plano de recuperação somente pode prever a alienação de bem objeto de garantia real, ou sua supressão, com a concordância individual do credor titular da respectiva garantia. Assim, diante da ausência de bens livres e desonerados, torna-se impossível à empresa em recuperação oferecer ao provedor do financiamento uma garantia que lhe confira a prioridade necessária, em caso de falência, para viabilizar a operação.

Nesse campo, *de lege ferenda*, é recomendável estabelecer na lei brasileira sistema similar ao existente nos EUA, pelo qual é possível, diante da presença de determinados requisitos, que o juiz autorize que o financiador DIP compartilhe garantias concedidas a credores anteriores, seja de forma subordinada, de forma proporcional, ou com prioridade²⁴. Para permitir que o financiador DIP compartilhe garantias com credores anteriores, com prioridade sobre eles (*priming lien*), é preciso que seja impossível ao devedor obter financiamento de outra forma e que o credor preexistente tenha seus interesses adequadamente protegidos. Da mesma forma, é de se modificar o art. 50, § 1º, da LRE para estabelecer a possibilidade de o plano de recuperação aprovar o compartilhamento de garantia real ou de outras garantias entre o financiador e o credor preexistente, desde que observados os mesmos requisitos antes referidos, quais sejam, ausência de outros meios para obtenção de recursos necessários à

²⁴ Essa é a disciplina estabelecida no §364, *Chapter 11*, do *Bankruptcy Code*, dos EUA. Sobre a possibilidade de o juiz autorizar o compartilhamento de garantias, com prioridade, pelo financiador DIP, confira-se a alínea “d” do §364: “(d) (1) The court, after notice and a hearing, may authorize the obtaining of credit or the incurring of debt secured by a senior or equal lien on property of the estate that is subject to a lien only if: (A) the trustee is unable to obtain such credit otherwise; and (B) there is adequate protection of the interest of the holder of the lien on the property of the estate on which such senior or equal lien is proposed to be granted.”

recuperação da empresa e proteção adequada do interesse individual do credor anterior, titular da garantia.

São inegáveis os benefícios desse sistema da perspectiva *ex post*. Sendo o financiamento (DIP ou Exit) crucial para o sucesso da recuperação judicial e sendo comum a existência de excesso de garantias em favor de determinados credores, a existência de mecanismo na lei que permita a captação de financiamento novo e a maximização da utilidade dos bens passíveis de serem oferecidos como garantia pela empresa é favorável ao alcance de soluções superiores do ponto de vista coletivo, sem o sacrifício exagerado do interesse individual do credor preexistente. Por outro lado, a impossibilidade de fazê-lo, como hoje ocorre na lei brasileira, pode inviabilizar a recuperação da empresa e a obtenção de resultado coletivamente superior, em benefício da superproteção do interesse individual de um credor preexistente, que pode usufruir, por exemplo, de excesso de garantias.

Poderiam ser endereçadas críticas a esse sistema sob a perspectiva *ex ante*. A possibilidade de o juiz, ou de o plano de recuperação aprovado, determinar o compartilhamento de garantias poderia prejudicar o mercado de crédito fora da recuperação judicial, porque aumentaria o risco para o financiador, na medida em que a garantia por ele anteriormente contratada poderia ser afetada na hipótese de recuperação judicial. Ainda que essa seja uma preocupação legítima, desde que definidos com rigor os requisitos para o compartilhamento da garantia em favor do financiador na recuperação judicial, o balanço pode ser positivo. Vale dizer, os custos *ex ante* não seriam elevados e seriam mais do que compensados pelos benefícios *ex post* dessa disciplina. É o que se verifica ocorrer no mercado norte-americano, no qual os benefícios concedidos ao financiamento DIP nos casos de *Chapter 11* não acarretaram impacto negativo material ao mercado de crédito *ex ante*.

Assim, a previsão na lei brasileira da possibilidade de o juiz (art. 66, LRE) ou de o plano de recuperação (arts. 50 e 66, LRE) aprovarem o compartilhamento de garantias entre o financiador (DIP ou Exit) e credores preexistentes, inclusive com prioridade para aquele, é de todo recomendável. Para tanto, o juiz deveria constatar a impossibilidade de a empresa em recuperação obter financiamento por outros meios, bem como a existência de proteção adequada ao credor anterior (v.g., hipótese de excesso de garantias, de modo que o bem dela objeto é

suficiente para assegurar recebimento do crédito pelo novo financiador e pelo credor anterior). E o ônus dessa demonstração deve caber à empresa em recuperação.

Dessa forma, adotando-se na lei brasileira, com as necessárias adaptações, instituto similar ao financiamento DIP dos EUA, haveria um importante aumento da taxa de sucesso das recuperações judiciais (efeitos *ex post* positivos), sem que isso venha a significar prejuízo, ou aumento de custos e riscos, para o mercado de financiamento em geral (efeito *ex ante* neutro, ou pouco significativo).

Por outro lado, diante da disciplina prevista nos arts. 50, § 1º, 66 e 67 da LRE, está clara a dificuldade para fomentar o desenvolvimento de um mercado de financiamento DIP no Brasil, o que constitui um obstáculo muito importante para o desenvolvimento de um sistema efetivo e eficiente para a recuperação da empresa em crise.

3.4. Irreversibilidade de negócios de financiamento e investimento efetivados de boa-fé e autorizados judicialmente

Um dos principais problemas para a viabilização do financiamento e do investimento na empresa em crise relaciona-se com o risco dos negócios respectivos poderem ser revertidos ou anulados no futuro, por conta de recursos interpostos contra a decisão judicial que os autorizou.

Nos tópicos anteriores, ficou claro que, de acordo com a lei brasileira vigente, no caso de empresa em crise, com risco de insolvência e/ou ações ajuizadas para cobrança de dívidas, a única forma de viabilizar o investimento na aquisição de seus bens ou direitos é a aprovação de plano contemplando tais negócios no âmbito de processo de recuperação judicial. Somente dessa forma pode-se oferecer ao investidor, desde que observados outros requisitos mencionados anteriormente, a não-sucessão nas dívidas anteriores da empresa (art. 60, LRE), bem como proteção contra risco de invalidade ou de ineficácia do negócio (art. 131, LRE), ambas condições necessárias, ainda que não suficientes, para viabilizar o investimento no momento de crise.

Além da não-sucessão em dívidas e da proteção contra invalidade ou ineficácia, também ficou demonstrado, em tópico anterior, que o fomento ao financiamento da empresa em recuperação judicial depende da possibilidade de a empresa oferecer bens ou direitos em garantia, nos termos dos arts. 50 e 66 da LRE, dada a insuficiência da proteção ao financia-

dor estabelecida pelo art. 67. Também essa oneração de bens depende de autorização do juiz, se concedida no curso do processo (art. 66, LRE), ou ainda que contemplada em plano de recuperação, dado que este está sujeito à homologação judicial (art. 58, LRE).

Depreende-se, portanto, que (i) a não-sucessão em dívidas, (ii) a proteção contra invalidade ou ineficácia do negócio e (iii) o oferecimento de bens em garantia de financiamento, fatores relevantes para viabilizar o financiamento e o investimento na empresa em crise, dependem necessariamente de decisão judicial, seja para aprovar a oneração do bem ou direito no curso do processo de recuperação (art. 66, LRE), seja para homologar o plano de recuperação judicial, que contemple a alienação, a oneração de bens ou direito, ou outros negócios jurídicos (arts. 50, 60, 66 e 131, LRE).

Ocorre que a decisão judicial que autoriza a alienação ou oneração de bens no curso do processo (art. 66, LRE) e a que concede a recuperação judicial (art. 58, LRE) são passíveis de serem atacadas por recurso de agravo (art., 59, §2º, LRE) e, contra a decisão que decidir o agravo, desde que haja contrariedade à Constituição, à lei federal, ou divergência de interpretação quanto à lei federal, cabe recurso extraordinário e recurso especial. A possibilidade de reforma da decisão judicial que autorizou o negócio jurídico poderia levar não apenas à anulação ou reversão dos negócios respectivos, como ainda modificar a regra de não-sucessão ou a proteção contra invalidade ou ineficácia em face de dívidas preexistentes.

Nesse contexto, investidores e financiadores têm receio de efetivar o negócio objeto da autorização judicial e, no futuro, terem a regra do jogo modificada, com repercussão que pode ser altamente danosa ao seu patrimônio. Não é difícil de entender a gravidade dos efeitos que podem decorrer da reforma da decisão judicial, após a realização de financiamento ou investimento vultoso. Por exemplo, a reforma da decisão poderia ser no sentido de determinar a sucessão nas dívidas anteriores da empresa, de reconhecer a invalidade ou a ineficácia do ato perante credores preexistentes, ou de decretar a anulação ou reversão de garantias concedidas, da aquisição de bens ou direitos, ou ainda de reorganizações societárias realizadas.

Ao atingir atos dessa natureza, a reforma da decisão pode atingir não apenas a esfera jurídica do financiador ou do investidor, mas também do devedor, de credores e de terceiros. Imagine-se a hipótese, muito con-

creta e nada teórica, de investidor que adquire o controle de uma sociedade controlada por empresa em recuperação, passando a comandar a sua atividade empresarial, fazendo novos aportes de recursos, entre outros atos, correr o risco de ter a transferência de controle anulada depois de passados longos anos. Como voltar ao *status quo ante*, como lidar com os terceiros que no curso desses anos realizaram negócios sob a nova realidade de controle de tal sociedade?

Esse ambiente de risco tem tornado cada vez mais comum a inclusão de cláusulas nos contratos de financiamento e/ou de investimento a empresa de recuperação que estabelecem, como condição suspensiva, o trânsito em julgado da decisão que aprovou a operação. Logo, somente depois do trânsito em julgado, seriam implementados o investimento ou o financiamento. É evidente que esse tipo de cláusula inviabiliza completamente a recuperação da empresa. O tempo do processo judicial, até o trânsito em julgado da decisão, que pode levar anos, não é o tempo da economia, do mundo dos negócios. Para a recuperação da empresa é crucial que o financiamento ou o investimento possam ser realizados no curto prazo, no período de semanas, ou de meses, e não de anos.

A prevalecer, portanto, esse quadro, pode-se afirmar que está absolutamente inviabilizado o financiamento e o investimento para a empresa em crise e, por consequência, a efetividade do direito concursal no tocante à recuperação. Se é assim, cabe à doutrina e à jurisprudência encontrar o caminho que atenda ao princípio da preservação da empresa, centro do direito concursal brasileiro, estabelecido no art. 47 da LRE.

Neste artigo, defende-se que a resposta para debelar esse quadro de iniquidade pode ser encontrada no princípio estabelecido no §2.º do art. 61 da LRE²⁵, segundo o qual, no caso de ser decretada a falência, durante o período de 2 anos após concedida a recuperação judicial, os credores terão reconstituídos seus direitos e garantias, “*ressalvados os atos validamente praticados no âmbito da recuperação judicial*”.

A finalidade dessa norma, ao ressaltar os efeitos de atos validamente praticados no curso do processo de recuperação, é justamente evitar a ocorrência de danos irreparáveis à devedora, aos credores e demais titu-

²⁵ “Art. 61. § 2º Decretada a falência, os credores terão reconstituídos seus direitos e garantias nas condições originalmente contratadas, deduzidos os valores eventualmente pagos e ressaltados os atos validamente praticados no âmbito da recuperação judicial.”

lares de interesses afetados, que decorreriam da anulação de determinados atos, assegurando-se, assim, a efetividade do plano de recuperação, aprovado em assembleia geral e homologado judicialmente. Dessa forma, o §2º do art. 61 da LRE reconhece a irreversibilidade de determinados atos jurídicos, desde que validamente praticados no âmbito da recuperação judicial.

Uma interpretação ampla do citado dispositivo, ou o recurso à integração analógica, permite estender o princípio nele preconizado – irreversibilidade de determinados atos validamente praticados no âmbito da recuperação judicial – para os recursos interpostos contra decisões judiciais que autorizem o financiamento ou o investimento na empresa em recuperação, seja com fundamento no art. 66, seja no art. 58, quando da concessão da recuperação judicial, uma vez aprovado o plano de recuperação.

Assim, negócios jurídicos realizados validamente no âmbito da recuperação judicial, ou seja, aprovados judicialmente nos termos do art. 66 (autorização para alienação ou oneração de bens do ativo permanente no curso do processo) ou do art. 58 da LRE (concessão da recuperação, em vista da aprovação do plano), uma vez implementados e *consumados substancialmente*, já não podem ser revertidos em virtude da eventual reforma da decisão respectiva por meio de recurso, salvo se a reversão puder ser realizada sem causar dano às partes na operação e/ou a terceiros. Também pode ser anulada ou revertida a operação se eivada de fraude ou má-fé.

Por exemplo, se um plano de recuperação que prevê a transferência de controle de uma sociedade, ou uma cisão, ou incorporação, é aprovado pela assembleia de credores e homologado pelo juiz, uma vez efetivada e consumada a operação correspondente (v.g., pagamento do preço, transferência das ações de controle, averbação da cisão do registro de comércio), esta já não pode ser anulada ou ter seus efeitos revertidos no âmbito de eventual recurso processual.

Desse modo, cabe à instância recursal cuidar para que os atos dessa natureza não sejam consumados substancialmente, seja mediante a concessão de efeito suspensivo ao recurso, seja mediante o seu julgamento antes que tal efetivação ocorra. Se isso não ocorrer, ou seja, se o recurso pendente não impedir a implementação/efetivação dos atos antes referidos, seus efeitos tornam-se irreversíveis, em virtude da aplicação analógica do §2º do art. 61 e da incidência do princípio da preservação da

empresa, previsto no art. 47 da LRE. Afinal, essa é a única solução compatível com a viabilização da recuperação da empresa e do seu plano de reorganização. A incerteza por tempo indefinido, até que todos os recursos sejam julgados, é claramente incompatível com os imperativos da realidade econômica e com a finalidade do processo de recuperação judicial.

É interessante notar que a solução que ora se defende encontra amparo no direito comparado. Nos EUA, a doutrina e a jurisprudência desenvolveram a chamada *mootness doctrine* para lidar com as dificuldades inerentes à implementação de plano de recuperação judicial na pendência de recursos e ao financiamento DIP. Segundo a *mootness doctrine*, se um plano de recuperação é implementado, ou se um DIP é aprovado, afetando as esferas jurídicas do devedor, dos credores e dos terceiros, ainda que sob a pendência de um recurso judicial, este já não poderá revertê-los ou anulá-los, dada a impossibilidade de restaurar-se o *status quo ante*. Nesse caso, o recurso não pode levar à reversão do plano de recuperação ou do financiamento DIP consumados, porque isso levaria a um resultado não equitativo. A esse respeito, confira-se Knight²⁶:

“This typically arises in cases where the bankruptcy judge orders implementation of a reorganization plan or sale of assets pending appeal. In this situation, the appellant has generally failed to request, or has requested and been denied, a stay of implementation. Once the reorganization plan has been implemented, the debtor, creditors, and/or third parties have usually taken action in reliance on the plan. On this basis, the district court determines that it would be inequitable to disrupt the plan, and therefore declines to consider the merits of the claim. The doctrine of equitable mootness has been widely recognized and applied in bankruptcy proceedings”.

²⁶ *Equitable mootness in bankruptcy appeals*, in *Santa Clara Law Review*, v. 49, 2009, p. 263. Ainda a respeito, cf. Caroline L. Rosiek, *Making equitable mootness equal – the need for a uniform approach to appeals in the context of bankruptcy reorganization plans*, in *Syracuse Law Review*, v. 57, 2007, p. 685: “The doctrine of equitable mootness is ‘grounded in the notion that, with the passage of time after a judgment in equity and implementation of that judgment, effective relief on appeal becomes impractical, imprudent, and therefore inequitable.’ The court recognizes that changing the terms of a Chapter 11 reorganization plan after a certain stage in its implementation would do more harm than good.” (p. 690); ainda, cf. Ross E. Elgart, *Bankruptcy appeals and equitable Mootness*, in *Cardozo Law Review*, v. 19, 1997, p. 2.311.

Também neste aspecto, a experiência norte-americana é válida para o estudo do sistema brasileiro, corroborando que é coerente com o interesse público a orientação, antes esposada, quanto à irreversibilidade dos efeitos de atos praticados no âmbito de processo de recuperação judicial, ainda que na pendência de recursos processuais.

Assim, o §2.º do art. 61, da LRE, seja por interpretação extensiva, seja por integração analógica, deve ser aplicado para reconhecer que, após a consumação substancial do plano de recuperação, devidamente autorizado pelo juiz, os atos relacionados com sua implementação, na medida em que afetem devedor, credor e terceiros, já não podem ser revertidos ou anulados por meio do julgamento de recurso processual, salvo se houver fraude, ou se sua reversão for possível sem causar danos irreparáveis às partes do processo ou a terceiros. A mesma norma (impossibilidade de reversão via recurso processual) deve ser aplicada em relação à oneração ou alienação de bens ou direitos do devedor, que tenha sido consumada substancialmente, desde que previamente autorizada pelo juiz, nos termos do art. 66.

Essa abordagem é a única capaz de alinhar o tempo do processo com o tempo da recuperação da empresa, assegurando a efetividade do direito concursal quanto ao interesse público na recuperação da empresa viável.

4. Conclusão

Como se procurou demonstrar, o direito concursal brasileiro tem um longo caminho a percorrer na criação de um ambiente seguro e estável que permita o desenvolvimento do mercado de investimento e de financiamento para a empresa em crise, fator crucial para viabilizar a recuperação da empresa.

Este artigo procurou apontar diretrizes e orientações, algumas *de lege ferenda* e outras passíveis de serem construídas pela doutrina e pela jurisprudência, que muito contribuiriam para o aprimoramento do sistema, de forma a eliminar sérios obstáculos que hoje impedem que a empresa brasileira em crise tenha acesso a financiamento e a investimento. No momento atual (2015), em que o Brasil passa por crise econômica e em que grandes empresas brasileiras apresentam quadro de excesso de alavancagem, a construção de um ambiente institucional favorável à recuperação da empresa é particularmente relevante.

Nessa linha, o reconhecimento da regra da não-sucessão e da proteção contra invalidade e ineficácia dos negócios jurídicos no âmbito da recuperação extrajudicial seria especialmente importante. Da mesma forma, seria altamente bem-vinda a definição de mecanismos que permitam conferir ao financiador da empresa em crise efetiva prioridade no caso de falência, bem como a possibilidade de compartilhar garantias com credores preexistentes.

Finalmente, é muito importante o reconhecimento da irreversibilidade de atos validamente praticados no âmbito da recuperação judicial, em face de eventuais recursos processuais, especificamente no que diz com aqueles praticados com fundamento no art. 66 da LRF e nos que importam em consumação substancial do plano de recuperação. O risco de reforma futura da decisão que autoriza tais operações em decorrência de recursos processuais inviabiliza o financiamento e o investimento. Por isso, é preciso assegurar que, uma vez aprovados judicialmente os atos correspondentes, não havendo suspensão judicial da sua implementação, seus efeitos devem ser respeitados e considerados irreversíveis, sob pena de inviabilizar-se os objetivos da recuperação judicial. A esse respeito, a interpretação ampliativa e a integração analógica do § 2.º do art. 61, de que antes se cuidou, e a experiência do direito comparado, consistente na doutrina norte-americana da *equitable mootness*, devem ser consideradas e ponderadas pela doutrina e pela jurisprudência pátrias.

Este artigo, como não poderia deixar de ser, não ambiciona apontar verdades, mas contribuir para o aperfeiçoamento do direito concursal brasileiro. Terá cumprido seu objetivo se servir de estímulo para que outros autores aprofundem a pesquisa e o estudo dos temas nele abordados.

Acordo de leniência e a Recuperação Judicial da Corruptora

FÁBIO ULHOA COELHO

1. Introdução

A corrupção é pauta da globalização. Países mais tolerantes com a prática criminosa acabam distorcendo as condições de competitividade de sua economia. Grandes obras de infraestrutura, acesso às concessões públicas e às parcerias público-privadas, bem como a presença no bilionário mercado de fornecimento de bens e serviços para os governos não são, nos países tolerantes com a corrupção, segmentos competitivos, abertos às empresas globais na salutar disputa por melhor qualidade a preços menores¹.

¹ O alcance global da corrupção é apontado, com a costumeira acuidade, por Modesto Carvalhosa: "uma mesma multinacional conduz-se dentro das regras éticas em um determinado país e, ao mesmo tempo, age de maneira delituosa em outro, corrompendo suas autoridades e funcionários, fraudando licitações, cartelizando-se e contribuindo, dessa forma, para a criação e a manutenção de um regime administrativo, legislativo e judiciário moldado pela corrupção, como é o caso, sobretudo, de países da África, da Ásia, da Europa Central e da América Latina. Essas multinacionais operam licitamente, v.g., no seio da União Europeia e da Europa Ocidental, que ostentam os menores índices de corrupção do mundo (23%), ao passo que corrompem as autoridades dos demais países da América Latina (66%), da Ásia (64%), da Europa Oriental, da Ásia Central (95%), do Oriente Médio, do Norte da África (84%) e da África Subsaariana (90%). Desse modo, exemplificativamente, multinacionais canadenses, com um índice pequeno de corrupção (nota 81 numa escala de 0 a 100) ou alemãs (78) ou francesas (71) operam com probidade no interior desses países, o que não fazem nos países identificados como corruptos, em que desenvolvem um relacionamento, *ab initio*, vicioso com o Poder Público, para fraudar, em