

O PLANO DOS CREDORES E A MUDANÇA DE PARADIGMA NAS NEGOCIAÇÕES TRAVADAS COM OS DEVEDORES: BREVES APORTES

Camila Tebaldi¹

Mayara Roth Isfer Osna²

1. INTRODUÇÃO

O trabalho desenvolvido tem como tema central a possibilidade originada pelas recentes (e profundas) alterações legislativas inseridas no texto da LRE, pela Lei 14.112/20 de apresentação de plano alternativo pelos credores do devedor. Em linhas gerais, questiona-se se a regulamentação legal trazida para o instituto é adequada e efetiva para a aplicação e a funcionalidade práticas.

Para oferecer resposta a essa indagação, em um primeiro momento o estudo proposto adotará como premissa comparativa a possibilidade de apresentação de plano alternativo pelos credores, em moldes similares àqueles hoje viabilizados no sistema legislativo brasileiro, prevista pelo *Chapter 11* do direito positivo estadunidense. É que, sem prejuízo das ressalvas e observações que devem perpassar toda abordagem comparativa, a disposição estadunidense (seja de modo explícito, seja de maneira silente) foi a inspiração para o preceito

1 Advogada, Sócia Diretora do FCAM – Ferraz de Carmargo e Matsunaga Advogados, responsável pela área de restauração de empresas, solução de conflitos relacionados à insolvência empresarial e special situations. Presidente do Órgão Deliberativo da CAM-CMR – Câmara Especial De Resolução De Conflitos Em Reestruturação De Empresas. Pós-graduada em direitos dos contratos pelo IICS/CEU (2006); e em Recuperação de Empresas e Falências pela FADISP, especialista em Reorganização Empresarial – Estratégias Societárias, Planejamento Tributário e Sucessório pela FGV.

2 Mestre em Direito pela Universidade de São Paulo. Graduada em Direito pela Universidade Federal do Paraná e em Ciências Contábeis pela FIPECAFI. Sócia da Advocacia Felipe e Isfer. Autora do livro “Bloqueio abusivo nas deliberações assembleares no âmbito das sociedades empresariais”. Diretora Acadêmica do Centro de Mulheres na Reestruturação Empresarial.

ora trazido ao nosso Direito, havendo embasamento para que as lições e constatações ali já obtidas sejam devidamente compreendidas.

Analisada a realidade estadunidense, será enfrentado o arcabouço normativo pós-reforma no que se refere ao tema aqui abordado, compreendendo de que forma o legislador brasileiro importou o instituto, bem como quais as eventuais semelhanças e diferenças relativamente ao direito estrangeiro. Tendo esses aspectos como norte, pretende-se identificar de forma mais acentuada os pontos conflituosos do *Chapter 11, §1121*, e compreender de que modo tais alusões podem ser refletidas no panorama brasileiro, notadamente no que se refere ao artigo 56, §4º e ss. e artigo 6º, §4º-A, ambos da LRE. Ainda, buscar-se-á investigar se as pretensões do legislador brasileiro – notadamente quanto à equalização entre as posições jurídicas de credores e devedor – foram potencialmente atingidas.

Ao fim, tendo sido abarcados os enquadramentos normativos e as premissas teóricas relativas ao ponto focal da introdução do instituto, serão trazidas luzes críticas ligadas a tais constatações, almejando criar um ponto de apoio para a realidade brasileira e permitindo que os escopos inerentes à LRE (notadamente, a preservação da empresa) sejam verdadeiramente materializados.

2. A VISÃO ESTADUNIDENSE DO PLANO DOS CREDORES EM PERSPECTIVA

Considerado inspiração para a recente reforma da LRE, notadamente quanto à ampliação da legitimidade para a apresentação de plano de recuperação judicial, o Direito estadunidense possui interessante histórico legislativo acerca da temática aqui abordada.

Antes da entrada em vigor do atual Código de Falências (*Bankruptcy Code*), promulgado em 1978, os Estados Unidos contavam, em matéria de insolvência, com o chamado *Bankruptcy Act*, de 1898. A codificação possuía três procedimentos distintos no que se refere ao controle do processo de reorganização. No primeiro, regulado pelo Capítulo XI, o devedor possuía exclusividade para a apresentação

do plano e condução do processo de superação da crise – de modo bastante similar ao que ocorria no Brasil até a recente alteração legislativa³; no segundo (Capítulo X), por seu turno, o plano era formulado por um *trustee*⁴, que podia receber sugestões de todas as eventuais partes interessadas. Nesse procedimento, retirava-se do devedor, em absoluto, as rédeas da situação e o poder de controlar de que modo sua reorganização se materializaria⁵. Por conta desse aspecto – dentre outros – o segundo procedimento era muito pouco utilizado⁶. O terceiro procedimento, regido pelo Capítulo XII, possuía escopo limitado, não podendo ser utilizado por *corporations*; além disso, apenas o devedor podia propor o plano de recuperação, que precisava passar pelo chamado teste de “*best interests of creditors*”⁷.

Apesar das vantagens oferecidas por cada um dos procedimentos, estes também possuíam inequívocas limitações. E, como o empréstimo das técnicas processuais disponíveis em cada um não era permitida para os demais, a insuficiência do regramento tornou-se evidente.

3 Inclusive no que se refere à regra geral de manutenção da condução da empresa pelos mesmos administradores, apresentação de plano exclusivamente pela devedora e sujeição ao plano apenas de credores não garantidos. (MINER, Don J.. *Business Reorganization Under the Bankruptcy Reform Act of 1978: An Analysis of Chapter 11*. *BYU Law Review*. 961, 1979. Disponível: <<https://digitalcommons.law.byu.edu/lawreview/vol1979/iss4/9>>. Acesso em: 17 jun. 2021).

4 Figura comumente utilizada no caso de expropriação do devedor da condução das atividades empresariais.

5 MARQUES, André M.; ZENEDIN, Rafael N. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (Coord.). *Recuperação judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020, pp. 164.

6 Segundo Don Miner, mesmo apresentando procedimento mais versátil, o Capítulo X era adotado em menos de dez por cento dos casos. (MINER, Don J.. *Business Reorganization Under the Bankruptcy Reform Act of 1978: An Analysis of Chapter 11*. *BYU Law Review*. 961, 1979. Disponível: <<https://digitalcommons.law.byu.edu/lawreview/vol1979/iss4/9>>. Acesso em: 17 jun. 2021).

7 A propósito, Miner, “*Because of a limited scope, chapter XII, like chapter X, was rarely used. It was available only to noncorporate entities that owned property held as security for a debt. The primary purpose required of a chapter XII plan was modification of the real property secured debt, but it could also affect unsecured debt.*” (MINER, Don J.. *Business Reorganization Under the Bankruptcy Reform Act of 1978: An Analysis of Chapter 11*. *BYU Law Review*. 961, 1979. Disponível: <<https://digitalcommons.law.byu.edu/lawreview/vol1979/iss4/9>>. Acesso em: 17 jun. 2021).

Tanto é que a consolidação procedimental trazida com a reforma de 1987, juntamente com outras importantes mudanças legislativas, foi considerada enorme avanço na legislação falimentar estadunidense⁸.

No que se refere à legitimidade para a apresentação do plano e ao controle do processo reorganizacional, o equilíbrio entre os procedimentos anteriores foi algo almejado pelo Congresso estadunidense. Se de um lado a manutenção da exclusividade de apresentação do plano pelos devedores – nos termos do antigo Capítulo XI – não solucionaria o problema da evidente falta de incentivos para a negociação com credores⁹, a eliminação absoluta de tal característica poderia trazer consequências potencialmente mais graves.

Segundo Mark Douglas, analisando os impactos das alterações de prazos relativas ao chamado *exclusivity period*, a ausência completa de exclusividade do devedor para a apresentação do plano poderia retirar os incentivos da atual administração da empresa para buscar a efetiva superação da crise, notadamente porque, nos termos de eventual plano alternativo apresentado pelos credores, os integrantes do órgão poderiam ser substituídos a qualquer momento, não havendo segurança para a formulação de estratégias a longo prazo. Por outro lado, a falta de exclusividade e a possibilidade de um ou mais planos alternativos apresentados em um único procedimento poderia levar ao caos¹⁰.

8 MINER, Don J. Business Reorganization Under the Bankruptcy Reform Act of 1978: An Analysis of Chapter 11. *BYU Law Review*. 961, 1979. Disponível em: <>. Acesso em: 17 jun. 2021.

9 “Armed with exclusivity throughout the case, a debtor could hold creditors hostage to its own reorganization agenda and threaten to convert to a liquidating case if creditors were reluctant to do so. Lawmakers attempted to remove what was considered to be undue bargaining leverage when they enacted the Bankruptcy Code”. (DOUGLAS, Mark G. *Assessing the Impact of the New Chapter 11 Exclusivity Deadline*. Disponível em: <<https://www.bing.com/search?q=Mark+douglas+assessing+the+impact&cvid=cf81c10j0j1&pglt=283&FOR>>. Acesso em: 20 jun. 2021).

10 DOUGLAS, Mark G. *Assessing the Impact of the New Chapter 11 Exclusivity Deadline*. Disponível em: <<https://www.bing.com/search?q=Mark+douglas+assessing+the+impact&586f7&aqs=edge1&pglt=83&FOR1>>. Acesso em: 20 jun. 2021. Caso bastante interessante foi comentado por Grant Newton, em que a Corte, percebendo que mais de um plano seria apresentado no mesmo processo, indicou um profissional para mediar as negociações: “*In Public Service*,

Diante de tal cenário, e reconhecendo as vantagens de permitir a atuação do devedor como um “*honest broker*” para uma solução negociada nos estágios iniciais do caso, o Congresso acabou optando por uma exclusividade limitada na Seção 1121¹¹.

Nessa esteira, nos termos do atual *Chapter 11*, §1121, na hipótese de processos de reorganização em que haja o apontamento de *trustee*, com expropriação do devedor da condução das atividades empresariais, a legitimidade para a apresentação do plano dá-se de forma ampliada, de modo que não apenas o devedor, mas igualmente qualquer credor, o comitê de credores, detentores de participações societárias ou mesmo o *trustee* podem apresentar planos alternativos¹².

Por outro lado, conforme disciplinado na mesma Seção, com a reforma o devedor passou a possuir prazo de 120 (cento e vinte) dias¹³ de exclusividade para apresentar plano de reorganização e, na sequência, 60 (sessenta) dias para obter a aprovação do citado plano. Durante tal período, apenas o devedor possui legitimidade para

after exclusivity had been terminated and it appeared that multiple plans would be filed, the court sua sponte appointed an examiner to foster plan negotiations. The court there gave the parties a sixty-day negotiation period to achieve a consensual plan if possible and charged the examiner to take advantage of the data and analyses developed by the parties in interest in the course of the case, mediate the efforts of the parties and give the court a report at the end of the period. To keep administrative expenses of an examiner under control, the examiner was not authorized to employ financial advisors, analysts or other technical professionals.” (NEWTON, Grant W. *Bankruptcy and insolvency accounting*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009. v. 2. p. 187).

11 DOUGLAS, Mark G. *Assessing the Impact of the New Chapter 11 Exclusivity Deadline*. Disponível em: <<https://www.bing.com/search?q=Mark+douglas+assessing+the+impact&cvl&aqs=edge..607j0j1&pgl>>. Acesso em: 20 jun. 2021.

12 “11 U.S. Code § 1121 (...) (c) *Any party in interest, including the debtor, the trustee, a creditors’ committee, an equity security holders’ committee, a creditor, an equity security holder, or any indenture trustee, may file a plan if and only if— (1) a trustee has been appointed under this chapter; (2) the debtor has not filed a plan before 120 days after the date of the order for relief under this chapter; or (3) the debtor has not filed a plan that has been accepted, before 180 days after the date of the order for relief under this chapter, by each class of claims or interests that is impaired under the plan.*”

13 O prazo é contado a partir da chamada *order for relief*. No caso de processos de reorganização ajuizados pelo próprio devedor, a data da *order for relief* equivale à data do ajuizamento do processo. Na hipótese de processos involuntários, a *order for relief* equivale à decisão judicial de processamento, depois de concedido o direito ao contraditório.

apresentar o plano, sendo o protagonista das negociações relativas ao soerguimento da empresa e, via de regra, mantendo o controle do processo reorganizacional¹⁴.

Ultrapassado o citado prazo, a legitimidade para a apresentação é substancialmente ampliada, contemplando os mesmos agentes legitimados a partir do apontamento de *trustee*. Nessa linha, a partir desse momento o controle do processo reorganizacional e o protagonismo no âmbito negocial deixam de ser do devedor. Este, em verdade, passa a ser tão somente mais um dos tantos agentes interessados no processo que, em caso de aprovação de plano, estarão a ele vinculados¹⁵.

O prazo de exclusividade acima previsto, ademais, pode ser estendido ou reduzido, desde que demonstrada justa causa para tanto. O pleito pode ser formulado por qualquer parte interessada e a análise judicial deve ser precedida do devido contraditório e de audiência específica¹⁶. Dentre os aspectos que podem levar à extensão do período, pode-se citar a complexidade da estrutura de capital do devedor, seu tamanho, o tempo necessário para a estruturação do plano e a efetiva negociação com os credores, a atuação de boa-fé, o tempo decorrido desde o início do processo e o adimplemento das

14 Segundo Ratner, Stein e Weitnauer, *“Those exclusive periods are of significant negotiating benefit to the debtor because they require the various constituencies to negotiate with and through the debtor with respect to a particular plan or other course of action.”* (RATNER, Ian; STEIN, Grant; WEITNAUER, John. *Business valuation and bankruptcy*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009. p. 90).

15 Caso mais de um plano preencha os requisitos necessários para homologação judicial, cabe à Corte definir qual deles será vinculante, com base nas preferências dos credores e dos acionistas, nos termos da Seção 1129, (c), do *Bankruptcy Code*.

16 *“11 U.S. Code § 1121 (...) (d) (1) Subject to paragraph (2), on request of a party in interest made within the respective periods specified in subsections (b) and (c) of this section and after notice and a hearing, the court may for cause reduce or increase the 120-day period or the 180-day period referred to in this section.”*

dívidas extraconcursais (vencidas após o ajuizamento do processo) nos respectivos vencimentos¹⁷⁻¹⁸.

Nos anos que seguiram a entrada em vigor do *Bankruptcy Code*, a extensão excessiva do *exclusivity period* passou a ser bastante questionada. Michael Jensen, em artigo publicado originalmente em 1991, chegou a apontar que “*as práticas judiciais atuais – especialmente a falha em fazer cumprir a prioridade absoluta e em limitar o período dos direitos de monopólio da administração para propor uma reestruturação a 120 dias – são muito difíceis de justificar no que se refere à eficiência*”¹⁹.

O favorecimento do devedor – com retorno ao desequilíbrio da balança – passou a ser evidente. Na prática, o que ocorria era quase que uma postergação indefinida do prazo de exclusividade, a qual apenas era resolvida em hipóteses de negligência ou má-fé. O suposto poder de barganha concedido aos credores estava sendo absolutamente esvaziado.

Visando à superação da questão, o Congresso incluiu na reforma de 2005 (o chamado *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer*

17 MARQUES, André M.; ZENEDIN, Rafael N. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (Coord.). *Recuperação judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020, pp. 167.

18 “When a bankruptcy court finds that a debtor is using exclusivity to coerce creditors, or other “cause” exists, such as a conflict of interest that puts in doubt the debtor’s adherence to its fiduciary duties to maximize value for creditors, it may decline to grant extensions of exclusivity or terminate the exclusivity periods. Overall, the bankruptcy court’s ‘primary consideration in determining whether to terminate the debtors’ exclusivity is whether its termination will move the case forward’. For this reason, bankruptcy judges often encourage parties to settle disputes with the debtor concerning exclusivity with the debtor. Depending on the circumstances of the case, settlements concerning exclusivity can involve the debtor’s agreement to pursue certain types of restructuring transactions subject to mile-stones, as in the case of Arcapita Bank described above.” (SEIDER Mitchell A.; GOLDBERG, Adam J.; ADAMS, Christian. Maximizing Enterprise Value and Minimizing “Hold Up Value”. In: HAJJIRI Tarek M.; COHEN, Adrian (Eds.) *Global Insolvency and Bankruptcy Practice for Sustainable Economic Development*: International Best Practice. v. 2. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2015. p. 94)

19 “Current court practices - especially the failure to enforce absolute priority and to limit the period of management’s monopoly rights to propose a restructuring to 120 days - are very difficult to justify on efficiency grounds.” (JENSEN, Michael C. Corporate control and the politic of finance. In: BHANDARI, Jagdeep S.; WEISS, Lawrence A.; POSNER, Richard A. (Coord.). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 332).

Protection Act of 2005 – BAPCPA) limitação temporal às prorrogações por justa causa. A partir da entrada em vigor do BAPCPA, o *exclusivity period* ficou limitado a até 18 (dezoito) meses para a apresentação do plano e a até 20 (vinte) meses para obtenção de sua aprovação²⁰, podendo a corte findar a exclusividade por justa causa²¹.

A alteração legislativa teve efetivo impacto na prática dos processos reorganizacionais. Segundo Altman, Hotchkiss e Wang, apresentando dados estatísticos de 2017, até o BAPCPA a média de tempo dos processos de reorganização era de 24 (vinte e quatro) meses. A partir da reforma, o tempo médio foi reduzido em mais da metade, passando a ser de 11 (onze) meses desde a apresentação do pedido até a aprovação do plano²² – algo quase que impensado na prática brasileira.

Apesar da atual existência de limitação, os principais debates doutrinários estadunidenses acerca da legitimidade para a apresentação do plano seguem tendo relação direta com a extensão do período de exclusividade que, segundo Ratner, Stein e Weitnauer,

20 “11 U.S. Code § 1121 (...) (d) (2) (A) The 120-day period specified in paragraph (1) may not be extended beyond a date that is 18 months after the date of the order for relief under this chapter. (B) The 180-day period specified in paragraph (1) may not be extended beyond a date that is 20 months after the date of the order for relief under this chapter.”

21 RATNER, Ian; STEIN, Grant; WEITNAUER, John. *Business valuation and bankruptcy*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009. p. 90.

22 “*The 1978 Code gives the debtor an exclusivity period of 120 days after the petition to file a plan. Other parties, such as the trustee, a creditors’ committee, an equity security holders’ committee, a creditor, an equity security holder, or any indenture trustee, may file a plan only if a trustee has been appointed, if the debtor has not filed a plan within 120 days of filing, or if the debtor’s plan is not accepted within 180 days of filing. However, the frequency with which courts granted extensions to this period prompted the writers of the 2005 Act to limit exclusivity periods to a maximum of 18 months (plus two months to permit solicitation and plan confirmation). One interesting statistical trend of the past four decades is the time spent in bankruptcy from filing to emergence. Prior to the passage of the BAPCPA in late 2005, the median time in default was about 24 months. Since 2006, the median time has decreased by more than half to 11 months, due in part to limits on extending exclusivity and to a large in-crease in prepackaged Chapter 11 filings (see Altman and Benhenni, 2017; Altman and Ku-ehne, 2017)*”. (ALTMAN, Edward I.; HOTCHKISS, Edith; WANG, Wei. *Corporate financial distress, restructuring and bankruptcy*. 4. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2019. p. 54).

é recorrentemente deferida pelo menos nos primeiros meses de processo²³.

Como visto, quando delineado pelo legislador estadunidense, o período de exclusividade tinha como escopo conceder ao devedor a oportunidade de intermediar o processo de reorganização junto a seus credores, definindo os principais meios de recuperação adequados à sua estrutura de capital e de dívida e negociando, de boa-fé, com os interessados no processo. Pretensamente desenhado para ser um meio do caminho entre a exclusividade absoluta e a legitimidade ampla, o *exclusivity period* nunca visou à coerção dos credores para que cedessem aos desejos do devedor²⁴.

No entanto, na prática, isso acabou acontecendo, especialmente por conta dos longos prazos de exclusividade e da falta de eficiência e/ou interesse econômico dos credores para se reunirem e proporem planos de recuperação, mesmo nas hipóteses em que a legitimidade já se encontrava estendida. É que, ultrapassado o período de legitimidade exclusiva, o tempo de elaboração, negociação e aprovação de plano pelos credores teria um efeito tal sobre o valor do crédito – sobre o qual não estariam incidindo correção ou juros – que, a rigor, seria economicamente mais proveitoso se sujeitar às condições impostas pelo devedor ainda no início do processo²⁵. O tempo, nessa esteira,

23 RATNER, Ian; STEIN, Grant; WEITNAUER, John. *Business valuation and bankruptcy*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009. p. 90.

24 SEIDER Mitchell A.; GOLDBERG, Adam J.; ADAMS, Christian. Maximizing Enterprise Value and Minimizing “Hold Up Value”. In: HAJJIRI Tarek M.; COHEN, Adrian (Eds.) *Global Insolvency and Bankruptcy Practice for Sustainable Economic Development*: International Best Practice. v. 2. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2015. p. 94.

25 A questão mostrou-se verdadeira especialmente em casos em que o devedor oferecia, já no início do processo, a conversão dos créditos em *equity* como forma de pagamento. É o que observaram Lopucki e Whitford: “Shareholders, however, do not rely solely on valuation arguments to persuade creditors to ‘equitably share’ the assets available for distribution. In AM International, Charter, and Lionel, the three cases in which sharing was most dramatic, management was effectively controlled by shareholders and shielded by the exclusivity rule. This situation placed creditors in a difficult bargaining position. To enforce absolute priority through litigation, creditors first would have had to persuade the court that exclusivity should be lifted, and then propose and win confirmation of their own plan. Even so, their own plan would not have been confirmable if it provided them with more than the full amounts of their claims, without interest during the pendency of the chapter

possui importância ímpar nos processos de reestruturação, e a posição de barganha dos credores, com a extensão do *exclusivity period*, torna-se cada vez mais frágil ao longo do processo.

E, mesmo nos casos em que o período de exclusividade tem termo, é bastante raro ver credores apresentando planos de recuperação. De acordo com Michelle White, a atuação dos credores como *free-riders*, aproveitando eventuais externalidades positivas de terceiros – isto é, aguardando que eventual outro credor, ou o próprio devedor, apresente plano de recuperação satisfatório – e buscando o levantamento do *automatic stay* é o cenário mais recorrente²⁶.

Vê-se, assim, que mesmo no direito estadunidense a formatação legal quanto ao aspecto da legitimidade para a apresentação do plano ainda é bastante questionada, notadamente quanto ao pretense equilíbrio de forças supostamente decorrente dessa limitação ao prazo de exclusividade.

A questão, naturalmente, também terá impactos na legislação brasileira, que por certo sofreu clara influência da norte-americana quanto ao tema aqui abordado.

3. O PLANO DOS CREDORES E O PRETENSO REEQUILÍBRIO DE FORÇAS: PRIMEIROS APONTAMENTOS

Antes da entrada em vigor da LRE, como se sabe, vigia no Brasil um regime dúplice disponível aos empresários em crise: a

11case. Due to the loss of interest during the delay associated with later adjudication, this sum may have been worth less on a present value basis than the amount management offered in the plan that was confirmed. When management of a marginally solvent debtor is firmly in equity's camp, and particularly when pendency interest is unavailable, considerations of timing can be an especially important reason for creditor concessions to equity." (LOPUCKI, Lynn M.; WHITFORD, William C.. Bargaining over equity's share in the bankruptcy reorganization of large, publicly held companies. In: BHANDARI, Jagdeep S.; WEISS, Lawrence A.; POSNER, Richard A. (Coord.). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 253 e 254).

26 WHITE, Michelle J. The costs of corporate bankruptcy: A U.S.-European comparison. In: BHANDARI, Jagdeep S.; WEISS, Lawrence A.; POSNER, Richard A. (Coord.). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 475

autofalência e a concordata. A primeira, destinada àqueles cuja atividade empresarial já não era mais viável, ou que não preenchiam os requisitos para o pleito de concordata e visavam à regularização de sua situação jurídica. A segunda, compreendida como benefício incondicional para o comerciante regular, permitia a redução substancial da dívida quirografária e/ou o seu parcelamento em condições preestabelecidas, sem a necessidade de qualquer contrapartida. A comprovação da satisfação de certos requisitos – que, vale pontuar, sequer eram exigidos em diversas hipóteses, haja vista a leniência jurisprudencial²⁷ – era suficiente para o deferimento do pedido de concordata, independentemente da situação econômico-financeira do empresário.

Não por outro motivo, a concordata era também chamada de *favor legal* vez que, de fato, tratava-se de favor: nada era esperado do devedor em retorno. E, vale pontuar, favor com o chapéu alheio, já que era sobre os créditos quirografários sujeitos ao regime que o devedor tinha pleno controle e com eles que acabava se financiando. A concordata, assim, permitia a sobrevida de empresários absolutamente inviáveis, os quais possuíam poder quase que absoluto sobre o procedimento²⁸, reduzindo sobremaneira a necessidade de renegociação com os seus credores – cujas possibilidades de pleito falimentar eram ainda mais diminutas²⁹.

27 SATIRO, Francisco. “*Agro é pop*”: a questão da recuperação judicial do produtor rural individual e seus efeitos sobre as obrigações do devedor. Disponível em: <https://www.academia.edu/43907347/_Agro_%C3%A9_pop_a_quest%C3%A3o_da_recupera%C3%A7%C3%A3o_judicial_do_produto_rural_individual_e_seus_efeitos_sobre_as_obriga%C3%A7%C3%B5es_do_devedor>. Acesso em: 27 jun. 2021.

28 Segundo Sheila Neder Cerezetti, a legislação anterior atribuiu as principais decisões relativas ao regime concordatário ao julgador, responsável pela redução de exigências quanto aos requisitos necessários para a concessão da benesse legal, conforme visto acima. Cerezetti pontua que o Decreto-Lei n.º 7.661/45: “*reforçou a diminuição da participação dos credores nas decisões acerca do destino do devedor insolvente e transferiu ao magistrado da falência as mais relevantes competências decisórias*”. (CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedades por ações – o princípio da preservação da empresa na lei de recuperação e falência*. São Paulo: Editora Malheiros, 2012. p. 76).

29 Vez que, a rigor, apenas os credores quirografários possuíam incentivos ao pleito falimentar e estes, enquanto perdurasse a concordata, estavam vinculados aos seus

A par do inequívoco cenário de proteção do devedor, tratava-se de verdadeira proteção *em tese*, já que a normativa não previa verdadeiros mecanismos de superação da crise para além do deságio³⁰. Se é verdade que para obter a redução de suas dívidas os empresários não necessitavam barganhar, é igualmente certo que, não sendo suficiente e/ou adequado o mecanismo legal preestabelecido, nenhum outro incentivo à negociação ou à superação da crise era trazido, reduzindo, inclusive, as possibilidades de obtenção de crédito³¹. Nessa linha, o instituto era muitas vezes utilizado para fins escusos e fraudulentos, que nada tinham que ver com o efetivo soerguimento da atividade empresarial³².

A partir do final da década de 1990 e do início dos anos 2000, acompanhando tendência mundial decorrente da pressão de órgãos internacionais³³, começou-se a buscar solução diversa daquela que vinha sendo utilizada para as empresas em crise. O espírito da *nova* legislação, assim, teria como base as ideias sufragadas internacionalmente de que a empresa em atividade possuía mais valor do que a soma de seus ativos liquidados e de que as soluções dadas pelo mercado seriam sempre mais eficientes do que aquelas estipuladas pelo devedor ou pelo Poder Judiciário. Nessa esteira – e sublinhe-se,

termos.

30 Aqui entendido tanto como redução do valor da dívida, quanto como seu parcelamento – que, financeiramente, nada mais é do que deságio.

31 “*Em um contexto como esse, algumas consequências econômicas naturalmente surgiriam: a concessão de crédito (seja financeiro ou de fornecimento) seria inexistente ou, quando existente, seria extremamente cara, num processo chamado de seleção adversa.*” (MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. p. 11). Vide, igualmente, SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 112 e 113.

32 REQUIÃO, Rubens. *A crise do direito falimentar brasileiro – reforma da lei de falências*. Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro. São Paulo, vol. 14, Ano XIII (nova série), 1974, p. 24.

33 SATIRO, Francisco. “*Agro é pop*”: a questão da recuperação judicial do produtor rural individual e seus efeitos sobre as obrigações do devedor. Disponível em: <https://www.academia.edu/43907347/_Agro_%C3%A9_pop_a_quest%C3%A3o_da_recupera%C3%A7%C3%A3o_judicial_do_produtor_rural_individual_e_seus_efeitos_sobre_as_obriga%C3%A7%C3%B5es_do_devedor>. Acesso em: 27 jun. 2021.

notadamente para os aspectos aqui discutidos – as negociações livres entre credores e devedores, com retomada de parcela do poder para aqueles que financiavam a atividade empresarial, deveriam ser estimuladas.

Foi nessa toada que surgiu o instituto da recuperação judicial, voltada para o soerguimento da empresa – e não do empresário – e compreendida como campo saudável e propício para negociações entre todas as partes envolvidas no processo. Dentre os alicerces da Lei n.º 11.101/2005, podem-se ressaltar os seguintes: (i) impedimento do exercício individual de direitos por credores, de modo a obstar comportamentos oportunistas que viessem a prejudicar o interesse coletivo; (ii) o agrupamento dos credores em classes com posições jurídicas semelhantes, passando o grupo a decidir o destino de todos os créditos seguindo o princípio majoritário; e (iii) a estabilidade das decisões tomadas, as quais não poderiam ser revogadas ou declaradas ineficazes em caso de posterior falência. Previu-se, ademais, “*como forma de estabelecer um equilíbrio de forças entre devedor e credores, que somente ao devedor caberia propor a solução, mas que sua aprovação dependeria exclusivamente dos credores*”³⁴.

Vê-se, assim, que a legitimidade exclusiva do devedor para a apresentação do plano foi pensada, naquele momento, como parte do quadro legislativo que levaria a uma readequação do regime reorganizacional. Ela era acompanhada, todavia, do poder quase que absoluto dos credores para rejeitar o plano proposto, sempre respeitando o princípio majoritário supracitado. Diz-se quase absoluto pois a própria Lei, por meio do *cram down*, previu válvula de escape que, a rigor, deveria ser utilizada para evitar hipóteses de abusos e injustiças materiais³⁵.

34 SATIRO, Francisco. “*Agro é pop*”: a questão da recuperação judicial do produtor rural individual e seus efeitos sobre as obrigações do devedor. Disponível em: <https://www.academia.edu/43907347/_Agro_%C3%A9_pop_a_quest%C3%A3o_da_recupera%C3%A7%C3%A3o_judicial_do_produtor_rural_individual_e_seus_efeitos_sobre_as_obriga%C3%A7%C3%B5es_do_devedor>. Acesso em: 27 jun. 2021.

35 Na prática, no entanto, os Tribunais pátrios acabaram alargando o campo de utilização para abarcar hipóteses em que, havendo coerência no plano apresentado

A ideia, pois, era que juntamente com os demais institutos desenhados pelo legislador, a formatação das questões afeitas à legitimidade para apresentação e à forma de votação do plano permitissem um reequilíbrio de forças, superando o pêndulo histórico viciado que vigia até então³⁶. Buscava-se superar o paradigma pendular “credor-devedor”, partindo para outro e mais justo escopo: a preservação da empresa³⁷.

No entanto, com o passar dos anos voltou-se a se questionar se o ambiente arquitetado era realmente propício para a superação eficiente da crise de empresas viáveis, permitindo diálogos paritários entre devedor e credores³⁸, sem que nenhum destes ocupasse posição privilegiada ou atuasse de forma abusiva, controlando isoladamente o procedimento e as rédeas do jogo.

Os dados empíricos demonstram que planos eram aprovados sem efetiva conversa entre os envolvidos, contando os devedores com o baixo quórum material nas assembleias³⁹, a pulverização dos interesses dos credores e a concentração dos créditos em alguns poucos *players*, facilitando negociações pontuais e – vale destacar – muitas vezes fraudulentas. Acima de tudo, a ineficiência do sistema falimentar e a ausência de perspectivas de recebimento por parte dos credores fazia com que estes aprovassem planos absolutamente

e pouca diferença entre o quórum de aprovação e a votação em AGC, o plano de recuperação era homologado.

36 CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedades por ações – o princípio da preservação da empresa na lei de recuperação e falência*. São Paulo: Editora Malheiros, 2012. p. 81.

37 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 112 e 113.

38 CEREZETTI, Sheila Christina Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano. Fotografia de uma década de Lei de Recuperação e Falência. In: CEREZETTI, Sheila Christina Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (coord.). *Dez anos da Lei nº 11.101/2005: estudos sobre recuperação e falência*. São Paulo: Almedina, 2015. p. 24.

39 Apesar de um alto quórum formal, conforme MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. p. 145.

esdrúxulos⁴⁰, verdadeiros *copia e cola* sem qualquer aderência à realidade econômico-financeira da empresa objeto da reorganização.

O estímulo à permanência no mercado de empresas ineficientes⁴¹, amparado pelo quadro normativo disponível até então, fez com que acadêmicos e profissionais voltassem a demandar reforma legislativa.

Sem ingressar nos pormenores atinentes à Lei n.º 14.112/2020, no que toca o tema aqui debatido é possível colocar que a possibilidade de apresentação de plano alternativo pelos credores é, certamente, um dos aspectos trazidos com a reforma mais debatidos no âmbito doutrinário, especialmente porque o instituto traz, como premissa, a mudança de paradigma nas negociações entre o devedor e os credores.

Visando a justificar as inclusões dos parágrafos quarto e seguintes no artigo 56 da LRE, superando a anterior exclusividade do devedor para a apresentação do plano, o relator do Projeto de Lei n.º 10.220/2018, que acabou sendo arquivado em agosto de 2020, após a Subemenda Substitutiva Global Reformulada ao Projeto de Lei n.º 6.229/2005, mas que albergava originariamente as citadas mudanças, pontuou que o procedimento “*trará forte aumento do poder de barganha (empoderamento) dos credores e induzirá credores e devedores a obterem acordo sempre que for viável evitar a falência.*”

Vê-se, assim, que a justificativa para a possibilidade de apresentação de plano alternativo pelos credores estava alinhada a uma tentativa de recrudescimento do poder dado a tais agentes, visando a permitir que as negociações entre estes e devedor ocorressem de forma mais paritária e obtivessem como resultado a não decretação da falência.

No entanto, é essencial analisar se o enquadramento dado pelo legislados a esse novo instituto tem as características necessárias

40 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Saraiva, 2005. p. 116.

41 Conforme conclusões apresentadas por Eduardo Mattos e José Marcelo Martins Proença (MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019).

para a efetivação dos propósitos inicialmente traçados, bem como se há possibilidade de interpretar os dispositivos incluídos de modo a efetivamente permitir uma aproximação do citado escopo.

4. REGRAMENTO JURÍDICO DO PLANO DOS CREDORES NA LRE

A lei brasileira, em semelhança a outras legislações como a estadunidense, adotou o sistema *debtor- in-possession*⁴², consoante o qual apesar de haver pedido de recuperação judicial visando à reorganização de dívidas, o empresário permanece na condução dos negócios durante o procedimento (conforme art. 64, LRE).

Ao manter à frente da empresa em crise os mesmos administradores, o legislador brasileiro entendeu que esta seria a melhor forma de se alcançarem os objetivos do instituto, seja pela compreensão do negócio já existente, contato prévio com fornecedores e clientes e visão de mercado consolidada, seja pelo próprio inconveniente de se alterar o quadro diretivo da empresa no momento da crise⁴³.

Neste cenário, no âmbito do procedimento dual da recuperação judicial a legitimação processual originária para a apresentação do plano de recuperação judicial – até antes da reforma introduzida pela Lei 14.112/05 – era exclusiva do devedor. Caso o plano não fosse apresentado no prazo de 60 dias, ou caso este não fosse aprovado pelos credores, a consequência seguinte seria a falência da sociedade empresária.

Diante do possível desfecho falimentar – provável pior cenário para os próprios credores – mantinha-se o devedor sob especial e

42 U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE. *Guidelines for debtors-in-possession*. Disponível em: <https://www.justice.gov/ust-regions-r07/file/r07_dip_guidelines.pdf/download>. Acesso em: 05 jul. 2021.

43 COELHO, Fábio Ulhoa. Limitação ao Exercício de Direitos Societários na Companhia em Recuperação Judicial. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende (org.). *Temas de direito da insolvência: estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho*. São Paulo: IASP, 2017. p. 253.

vantajosa condição negocial, de forma que mesmo diante de planos ruins, a única alternativa contra tal cenário seria aceitar a proposição ou, no máximo, solicitar uma ou outra alteração nas cláusulas em assembleia, dependendo da representatividade do crédito.

A prática da recuperação judicial analisada durante estes anos de vigência da Lei n.º 11.101/05, em linha ao sempre atual ensinamento do Professor Francesco Ferrara, em 1963 de que “*não é a vida que deve adaptar-se ao direito, mas sim o direito à vida*”⁴⁴, demonstrou que havia a necessidade de se implementar no sistema brasileiro de insolvência algo que pudesse trazer um reequilíbrio de forças entre as partes do processo, nos termos do apontado no tópico precedente. Neste contexto é que foram introduzidas as recentes alterações da Lei n.º 14.112/20, notadamente no que se refere à apresentação de plano alternativo pelos credores.

A LRE passou a prever que os credores podem apresentar plano de reorganização alternativo ao plano do devedor em duas hipóteses: i) se o plano do devedor não for levado à votação até o final do período de suspensão das execuções (*stay period*), ou ii) como alternativa à falência, se os credores não aprovarem o plano da empresa na assembleia-geral de credores.

Relativamente à primeira hipótese supracitada, não foram endereçados, de forma pormenorizada, aspectos relativos ao procedimento para a apresentação desse plano pelos credores, ou a maneira de apresentação das objeções, *e.g.*. Todavia, entende-se que o procedimento deve ser paritário àquele aplicável no caso de plano do devedor, isto é, com protocolo do plano nos autos, publicação de edital para ciência de todos os credores, possibilidade de apresentação de objeções e votação do plano em assembleia.

Quanto à segunda hipótese, por decorrência da desaprovação do plano do devedor, na própria assembleia na qual a proposta do devedor foi vetada, o administrador judicial submeterá à votação – pelo quórum legal ordinário previsto no art. 42, LRE – a concessão de prazo

44 FERRARA, Francesco. *Interpretação e Aplicação das Leis*. 2. ed. Coimbra: Armenio Amado Editor, 1963. p.184.

de 30 (trinta) dias para que seja apresentado plano de recuperação pelos próprios credores.

Aprovada a deliberação, os credores terão prazo de 30 dias para apresentação do plano alternativo. A princípio, o prazo indicado parece ser improrrogável, não obstante assim também ter sido regrado o *stay period* que, como se verificou na prática⁴⁵, acabou sendo prorrogado por prazos sucessivos pela jurisprudência, à mercê da expressa previsão legal. O mesmo – e talvez de forma ainda mais flagrante – pode ser dito do prazo de 150 dias para a realização da assembleia de credores.⁴⁶

Por outro lado, não há na Lei direcionamento no sentido de que a legitimidade para a apresentação do plano alternativo seria exclusiva dos credores presentes no conclave que reprovou o plano do devedor – o que não faria sentido frente à necessidade de se observar a paridade dos credores. Assim, qualquer credor está legitimado a apresentar o novo plano – não parecendo haver impedimento dos sócios da sociedade devedora, caso sejam seus credores. Ademais, a legislação não limita que apenas exista uma única proposta de plano alternativo, de forma que, tecnicamente, desde que observados os requisitos do artigo 6º, inciso III da Lei, poderá tramitar nos autos mais de uma proposta de plano proposto pelos credores.

O plano alternativo, conforme esclarecido acima, deve obedecer ao procedimento do artigo 55 e 56 da LRE, incluindo a necessidade de protocolo nos autos para ciência, publicação de edital e apresentação de objeções.

45 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial nas varas da capital*. Disponível em: <https://abj.org.br/pdf/ABJ_resultados_observatorio_1a_fase.pdf>. Acesso em: 06 jul. 2021.

46 Para Eduardo Secchi Munhoz, “O § 1.º do art. 56 estabelece que a assembleia geral destinada a deliberar a respeito do plano de recuperação deve ser realizada no prazo de 150 dias a contar da data do deferimento do processamento da recuperação. A lei não estabeleceu, porém, nenhuma sanção para a hipótese de não ocorrer a assembleia dentro desse prazo, como, por exemplo, a imediata decretação da falência do devedor.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. Do procedimento de recuperação judicial. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005*. São Paulo: RT, 2007. p. 272).

Para que seja levado à votação devem estar presentes, cumulativamente, os seguintes requisitos objetivos, avaliados pelo juízo: (a) necessidade de se apresentar a discriminação pormenorizada dos meios de recuperação da empresa, o laudo de viabilidade econômica do plano e o laudo de avaliação dos ativos; (b) existência de apoio de 25% do total de créditos sujeitos à recuperação judicial ou de 35% do total de créditos presentes na assembleia de credores na qual o plano da devedora foi rejeitado; (c) a ausência de imposição de novas obrigações à sociedade e aos seus sócios e acionistas ou lhes enseje situação pior do que em caso de liquidação; e, (d) a desistência, pelos credores que apoiarem o plano, das garantias pessoais relativas aos créditos a serem novados pelo plano⁴⁷.

O plano alternativo deve ser acompanhado de demonstração clara da viabilidade econômica do que está sendo proposto *vis a vis* o fluxo de caixa apresentado pela própria empresa, sendo essencial a organização e o assessoramento de modo a dar o respaldo necessário para os valores e formas de reestruturação propostos. Por outro lado, considerando o ambiente – normalmente – litigioso em que se processa a recuperação judicial, é possível que o devedor se negue a prestar as informações solicitadas ou a fornecer os documentos necessários à construção do plano alternativo. Nessa hipótese, é possível que se invoque o afastamento do administrador da empresa, nos termos dos incisos III e V, do artigo 64, da LRE.

Observados os pressupostos supra, o plano dos credores será levado à votação em assembleia-geral, seguindo os mesmos trâmites do conclave que aprecia o plano do devedor (Seção IV, do Capítulo III, da LRE).

Nessa linha, conforme permissivo do inciso I, §4º, art. 39 e do §1º, art. 45-A, ambos da LRE, é possível a aprovação do plano por meio de termo de adesão firmado por tantos credores quantos satisfaçam o quórum de aprovação específico. Nessa hipótese, os credores podem

47 O plano dos credores somente será aplicável para os casos de processos de recuperação judicial protocolados na vigência da reforma, de acordo com as normas de direito intertemporal previstas.

requerer a homologação do plano alternativo apenas por meio de termo da adesão, cabendo ao administrador judicial fazer a análise do quórum de aprovação e ao juiz homologá-lo.

Quanto aos autorizados a votar, a Lei não veda, expressamente, a participação de qualquer credor. Relativamente aos impedimentos das pessoas relacionadas no artigo 43 da LRE – sócios do devedor, sociedades coligadas, controladas ou que tenham o sócio ou acionista com participação superior a 10% do capital social do devedor –, não há qualquer menção acerca de sua manutenção no caso de plano apresentado pelos credores. Acerca dessa questão, Sacramone aponta que “a razão para a limitação ao direito de voto foi justamente a possibilidade de o credor em razão da sua relação com o devedor, decidir priorizar, em seu voto, essa relação em detrimento do interesse da comunhão dos credores”⁴⁸. Contudo, na medida em que o cenário da falência passa a ser uma realidade concreta e iminente ao devedor de boa-fé, bem como que o plano estaria sendo apresentado pelos próprios credores, parece restar afastada a ideia inicial do conflito interesses na aprovação do plano.

Note-se, por fim, que se o plano do devedor sequer tiver sido apresentado nos autos, a hipótese não é nem de apresentação de plano alternativo, mas a subsequente decretação automática da quebra do devedor.

Quanto ao mérito do plano proposto, este não poderá imputar novas obrigações aos sócios do devedor que não estejam previstas em lei ou em contratos anteriormente celebrados, e também não poderá propor ao devedor ou aos seus sócios sacrifício maior do que aquele que decorreria da liquidação na falência, sob pena de se configurar confisco dos bens. Relativamente a esse aspecto, o legislador aplicou, por vias transversas, a regra de *best interest of creditors*, segundo a qual as previsões trazidas pelo plano de recuperação judicial sempre devem colocar os credores em posição mais vantajosa do que a que

48 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 43.

teriam caso a falência fosse decretada⁴⁹. No entanto, fato é que os sócios do devedor não são credores do devedor sujeitos ao concurso de credores⁵⁰ e pertencentes a classe própria – diferentemente do que ocorre do direito estadunidense –, não parecendo haver clara pertinência teórica da importação.

A LRE prevê, ademais, que os credores que concordarem com o plano alternativo terão que abrir mão⁵¹ das garantias pessoais⁵² prestadas para garantir o crédito novado. Trata-se de ônus ou sanção absolutamente injustificável⁵³, legalmente previsto como suposta contrapartida pela nova posição de *vantagem* ocupada pelos credores.

A leitura do quadro normativo relativo à possibilidade de apresentação de plano pelos credores mostra que a ideia norteadora de tal previsão seria a de que a extensão da responsabilidade dos garantidores pessoais não deveria ser agravada em decorrência de potencial deterioração do patrimônio do devedor por conta do não cumprimento do plano proposto pelos credores.⁵⁴

Apesar de tal linha condutora – que teria levado, inclusive, à previsão expressa de que eventuais ressalvas de voto não alterariam o

49 “Para determinar se há respeito ao best-interest, caberá ao tribunal comparar hipoteticamente (i) qual seria o valor arrecadado com a liquidação do devedor, (ii) quanto o credor receberia nesse cenário, (iii) qual o valor do pagamento que lhe está sendo proposto. Nesses casos, além da análise das informações financeiras prestadas pelo proponente do plano, pode ser necessária perícia da situação financeira do devedor. Ademais, se o plano prever o diferimento do pagamento, será necessário aplicar taxa de desconto para trazer o crédito a valor presente, o que enseja discussões jurisprudenciais a respeito de qual taxa de desconto é adequada.” (BÜSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Abuso de direito de voto na assembleia geral de credores*. São Paulo: Quarter Latim, 2014. p. 141).

50 Salvo que tenham realizado negócios com a sociedade que constem no passivo do balanço da sociedade.

51 Apesar de o art. 56, §6º, V, falar de “isenção”, Geraldo Fonseca aponta que trata-se de verdadeira extinção da garantia. (Fonseca, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 88).

52 Notadamente avais ou fianças.

53 “Entretanto imputa o art. 56, §6º, inciso V, consequência injustificável e que contraria a lógica de diversos outros dispositivos da Lei 11.101/05” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 327)

54 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 327.

fato de a garantia ter sido extinta relativamente àquele credor –, fato é que o prestador do aval ou da fiança tem o amplo direito de dispor, podendo se desfazer desta condição por vontade própria (ou não), sem a necessidade de qualquer intervenção estatal ou legal. Trata-se, nessa esteira, de direito pessoal e disponível, pactuável entre os particulares, notadamente porque recai sobre a pessoa e sua disponibilidade em prestar (ou não) aquela obrigação. A negociação das garantias, diante da proposição da normativa em comento, é, portanto, uma prerrogativa do agente garantidor, que dentro deste contexto negocial terá autonomia e liberalidade de manter ou não a garantia prestada (*trade off*).

Outra questão relevante acerca do tema ora abordado diz respeito à possibilidade de capitalização dos créditos mediante conversão em *equity*, expressamente prevista no §7º, art. 56, LRE.

O aumento de capital é, sem dúvida, importante forma de captação de recursos. Em um cenário de crise – no qual as dificuldades de acesso ao crédito e de concessão de novas garantias são patentes – o instituto se mostra como importante veículo de reestruturação da empresa, especialmente porque implica a quitação das obrigações passivas mediante a substituição do crédito em troca de participação societária, sem que haja a necessidade de dispêndio de valores ou outorga de garantias.⁵⁵

Se antes das alterações da LRE havia certo questionamento sobre os reflexos possivelmente negativos da capitalização dos créditos e conversão da dívida em capital, por conta da possibilidade de sucessão e consequente responsabilidade dos novos sócios, a própria Lei, fortalecendo o instituto, dispôs expressamente, por meio do §3º, do art. 50, que não haverá sucessão ou responsabilidade por dívidas de qualquer natureza a terceiro credor, investidor ou novo administrador em decorrência da mera conversão de dívida em capital.

55 COELHO, Fábio Ulhoa. Limitação ao Exercício de Direitos Societários na Companhia em Recuperação Judicial. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende (org.). *Temas de direito da insolvência: estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho*. São Paulo: IASP, 2017. p.261.

Tratando-se de procedimento de natureza societária o aumento realizado deverá observar as regras e procedimentos do direito societário, tais como alterações contratuais e do estatuto, direito de retirada, avaliação de bens para integralização do capital, dentre outros. No caso de opção pelo aumento do capital mediante a subscrição de quotas ou de ações, a condução deverá ser na linha do previsto nos artigos 1.081, do Código Civil ou do artigo 170 e seguintes da LSA, respectivamente.

A lei da Sociedade por Ações prevê no seu art. 109 que nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista do direito de preferência para a subscrição de ações ou do direito de retirada da sociedade nos casos previstos em lei. Nessa linha, no caso de efetivo exercício do direito de preferência, é possível que seja necessária a readequação da proposta de aumento, a fim de que haja correspondência entre o valor das ações subscritas e destinadas aos credores e os créditos que seriam liquidados mediante tal procedimento. Relativamente ao segundo direito essencial acima elencado, considerando que a própria LRE previu a possibilidade do exercício do direito de retirada pelo sócio – conforme §7º, art. 56 – não parece haver grandes dúvidas quanto a esse tema, tendo a legislação falimentar aberto importante exceção no caso das companhias fechadas, “*fora da relação taxativa prevista na lei societária, para exercer esse direito*”⁵⁶.

Questão realmente complexa decorre do potencial exercício do direito de retirada e da necessidade de reembolso aos acionistas e sócios. Conforme bem aponta Paulo Penalva Santos, considerando que o direito ao reembolso teria surgido após o ajuizamento da recuperação judicial, o crédito dos *retirantes* seria, a rigor, extraconcursal, isto é, recebível imediatamente, inclusive antes dos créditos da recuperação⁵⁷. A questão é complexa, podendo gerar consequências

56 SANTOS, Paulo Penalva. *Plano alternativo apresentado pelos credores*. Revista do advogado. n. 150. <https://aplicacao.aasp.org.br/aasp/servicos/revista_advogado/paginaveis/150/218/index.html>. Acesso em: 07 jul. 2021.

57 SANTOS, Paulo Penalva. *Plano alternativo apresentado pelos credores*. Revista do advogado. n. 150. <https://aplicacao.aasp.org.br/aasp/servicos/revista_advogado/

graves à atividade empresarial caso o direito seja exercido por diversos detentores de participação societária.

Outro ponto interessante diz respeito à vinculação da minoria dissidente, ausente ou silente quanto à capitalização de seu crédito. Para Sacramone⁵⁸ “*a despeito de algumas posições doutrinárias e jurisprudenciais favoráveis, o credor dissidente não pode ser obrigado a ser sócio contrariamente à sua vontade.*”⁵⁹. Tal entendimento, vale pontuar, está em consonância com a ideia de *affectio societatis*, basilar para o Direito Societário e reproduzida na própria Constituição Federal⁶⁰, a qual garante ao indivíduo o direito de não se associar contra a sua vontade: “*ninguém poderá ser compelido a se associar ou a permanecer associado*”.

O fato de a sociedade estar envolvida em processo de recuperação judicial pode vir a caracterizar situação excepcional, ensejando o aumento de capital sem a necessidade de reforma estatutária, nos termos do artigo 168 da LSA, o qual prevê que a companhia poderá adotar o regime do capital autorizado, sendo possível a emissão de ações mediante deliberação do conselho de administração até um limite pré-determinado pelos acionistas. Nesse mesmo sentido, poder-se-ia pensar em dispensa de oferta pública, nos termos do artigo 34, da Instrução CVM 361/2002.⁶¹ A situação, nessa esteira, deve ser analisada caso a caso.

paginaveis/150/218/index.html>. Acesso em: 07 jul. 2021.

58 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 284

59 Em sentido contrário, temos o emblemático caso “Daslu”, veiculado pelo AI nº 0154311-66.2011.8.26.0000 do TJ/SP, j.em 24.01.2013, no qual asseverou o então Rel. Manoel Pereira Calças, que “*os acionistas minoritários ou majoritários não podem impedir a concessão de recuperação judicial derivada da aprovação do plano pela assembleia-geral de credores. As querelas intrassocietárias deverão ser dirimidas no palco judicial adequado e não nos lindes do processo da recuperação judicial.*”

60 Inciso XX, art 5º CF

61 “*Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público.*”

Por fim, cabe observar que mesmo nas hipóteses em que o plano aprovado seja efetivamente o apresentado pelos credores, estes não possuem qualquer responsabilidade pela ausência de sucesso da recuperação. Veja-se que os credores não assumem, ao proporem o plano, atos de gestão: a condução da sociedade e a efetivação do plano permanecem nas mãos e de responsabilidade do devedor. Tratando-se de pessoa jurídica, os efetivos responsáveis seriam os sócios ou acionistas controladores, bem como os administradores, que, ao final e ao cabo, possuem o poder de decisão sobre o dia-a-dia das atividades empresariais e por elas respondem, nos limites da Lei⁶².

5. O PLANO DOS CREDORES NO DIREITO BRASILEIRO E O REEQUILÍBRIO DE FORÇAS POSSÍVEL: APONTAMENTOS FINAIS

Conforme analisado nos tópicos precedentes, antes da reforma da LRE a lógica que resguardava a relação entre devedor e credores no âmbito do processo recuperacional era relativamente simples: ao devedor cabia a apresentação de plano de recuperação, enquanto que aos credores era possibilitado aprová-lo, rejeitá-lo ou propor modificações – que, para terem pertinência fática, deveriam necessariamente ser ratificadas pelo empresário. O poder negocial, contudo, permanecia quase que integralmente com o devedor, que se propunha a negociar apenas com credores específicos, selecionados com base ou no peso atribuído ao seu voto, ou na sua capacidade de financiamento da empresa.

Nesse contexto, salvo em grandes casos de recuperação, o devedor apresentava planos extremamente conservadores⁶³, baseados em deságio e em alongamento da dívida, resguardando ativos – notadamente imobilizados – para um *promissor futuro próximo*.

62 Conforme artigos 47 do Código Civil e 159 da Lei das Sociedades Anônimas.

63 MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

O objetivo, nessa toada, era que o proprietário da sociedade devedora pudesse vislumbrar a recuperação da atividade empresarial sem que *seu* patrimônio – já que o *adornamento* dos bens da sociedade como se dos sócios fossem é algo usual – fosse afetado.

Segundo o resultado da pesquisa levantada pelo Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência – NEPI, da PUC/SP, em conjunto com a Associação Brasileira de Jurimetria – ABJ, apenas 10,3% dos planos de recuperação judicial analisados continham a venda de UPI – Unidades Produtivas Isoladas. A pesquisa também demonstrou que, deste percentual, apenas 26,6% dos planos, dentro do período analisado, efetivamente venderam as UPIs, contrariando a premissa de que dentre os principais meios de reestruturação empresarial estariam a venda de bens ou a captação de novos recursos. Com a alteração legislativa proposta – apesar de suas debilidades – é possível, de fato, vislumbrar potencial mudança de racionalidade. É que, conquanto o poder de apresentação de um primeiro plano remanesça nas mãos do devedor, a perspectiva de apresentação de plano vinculante pelos próprios credores os coloca em posição de barganha extremamente mais interessante.

Ora, enquanto que antes, no caso de não acolhimento do plano do devedor, a única saída era a falência – dos males, a princípio, sempre o maior –, agora, havendo reprovação, abre-se oportunidade para que os credores elaborem plano próprio que, se aprovado, vincula inclusive o próprio devedor. Veja-se que a regra, a rigor, antecipa a etapa da construção do plano de reorganização, assim como a própria proposta veiculada, já que o devedor – sabedor da possibilidade de ver-se atrelado a proposição de terceiro – terá todo o interesse em adiantar as negociações com tal terceiro (ou com tais terceiros).

E aqui cabem perfeitamente as lições do economista Robert Axelrod⁶⁴, consoante as quais a cooperação emerge mesmo das situações que menos se espera e mesmo diante de cenários de

64 AXELROD, Robert. *The evolution of Cooperation*. Nova York: Basic Books. 1984. p. 74

completo antagonismo. As partes do processo de recuperação judicial cooperam, nessa esteira, pois o caminho oposto é pior para todos.

Nessa linha, adotando-se tais premissas, o importante poder de barganha concedido aos credores tem potencial para alterar as bases do sistema de recuperação judicial, cuja necessidade de negociação entre o devedor e os credores é chave para a evolução do procedimento e soerguimento da sociedade empresária.

Tangenciando a experiência estadunidense, que também passou por diversas transformações ao longo dos anos e da prática do *Bankruptcy Code*, ficou claro que o empoderamento dos credores enquanto legitimados para a proposição de planos alternativos alterou por completo a lógica reorganizacional no País. E isso, vale ressaltar, independentemente da frequência de casos em que a possibilidade de apresentação de plano alternativo pelos credores foi invocada. Na década de 1980 e no início da década de 1990 acreditava-se que a legislação relativa a *Bankruptcy* era inequivocamente ineficiente, justamente porque o devedor – *debtor-in-possession* – continuava na administração da sociedade, controlava o processo de recuperação e detinha o direito exclusivo de propor plano de recuperação.

Ao longo dos anos, como visto, essa realidade foi modificada pela prática dos negócios, pelo tipo de empresa requerente, pelo despertar do legislador e, especialmente, pela ascensão do mercado de financiamento em recuperação judicial.⁶⁵ A partir do momento em que os *Dip Landers* passaram a não só financiar a empresa crise, mas assumiram importante papel de protagonismo, seja na governança, seja na estrutura de capital das empresa, passaram a interferir diretamente no direcionamento do devedor, inclusive no que se refere ao plano de pagamento dos credores. Nessa esteira, o mercado do DIP se especializou e evoluiu; e a recuperação judicial também.⁶⁶

65 SKEEL, David A.. *Creditors' Ball: The 'New' New Corporate Governance in Chapter 11*. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=416420>>. Acesso em: 04 jul. 2021.

66 SKEEL, David A.. *Creditors' Ball: The 'New' New Corporate Governance In Chapter 11*. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=416420>>. Acesso em: 04 jul. 2021.

O que se vê no Direito Estadunidense e que talvez possa ser, em breve, uma realidade para o ambiente recuperacional brasileiro, é o efetivo exercício de influência por parte dos credores sobre as formas de recuperação do devedor e as condições de pagamento dos créditos, influência essa que jamais foi tão fortalecida no âmbito nacional. Lá, especialmente após a redução do *exclusivity period*, o que se viu foram casos muito mais rápidos e que passaram a contemplar formas de recuperação bastante mais complexas, pensadas casuisticamente, inclusive com venda de ativos e conversão de crédito em *equity*, em lugar das negociações infundáveis que antes prevaleciam.⁶⁷

Este é, definitivamente, o *copo meio cheio* das alterações relativas à legitimidade para a proposição do plano. E é com ele que ficamos, caso escolher fosse preciso.

No entanto, é essencial olhar, igualmente, para alguns pontos que poderiam ter sido mais bem endereçados.

Evidente que no Brasil, há um grande desafio para os envolvidos conseguirem apresentar a proposta alternativa dentro do exíguo prazo de 30 dias, inicialmente previsto. A própria lei estadunidense, inspiração para o instituto aqui, prevê o dobro de prazo, e ainda assim a apresentação do plano pelos credores encontra dificuldades por conta da falta de tempo e falta de estímulos. Os *free-riders* seguem sendo maioria. Não parece haver solução clara, ademais, para a contemplação de todos os grupos de interesses de credores – problema ainda grave enfrentado em nossa legislação.

Além disso, há a questão da isenção das garantias, que pode, para alguns casos, vir a dificultar ou atrapalhar as negociações. Na mesma linha, a necessidade de aplicação do *best interest of creditors test* para sócios do devedor como pressuposto para que o plano seja levado à votação implicará potenciais complexas análises econômicas

67 SKEEL, David A.. *Creditors' Ball: The 'New' New Corporate Governance* In Chapter 11. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=416420>>. Acesso em: 04 jul. 2021; LOPUCKI, Lynn M.; WHITFORD, William C.. Bargaining over equity's share in the bank-ruptc reorganization of large, publicly held companies. In: BHANDARI, Jagdeep S.; WEISS, Lawrence A.; POSNER, Richard A. (Coord.). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

– para as quais, provavelmente, perícias serão essenciais, tornando o procedimento ainda mais extenso.

De todo modo, na prática, ainda que de fato o plano dos credores não venha a ser uma medida tão simples e ou usual, a mera expectativa gerada no devedor de que os credores venham a exercê-la pode ser suficiente para trazer desconforto ao devedor, bem como aos sócios ou acionistas da sociedade devedora. É que, além de o plano poder prever condição de pagamento diferenciadas e obviamente mais benéficas aos credores – incluindo, por exemplo a venda de ativos – o plano poderá levar à capitalização dos créditos, algo potencialmente bastante desconfortável aos controladores do devedor.

Tais aspectos, por si, talvez sejam suficientes para que a dinâmica das negociações seja alterada, com antecipação da construção do plano de recuperação de forma conjunta, entre credores e devedor. Como dito, é com essa ideia – e esperança – que ficamos.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALTMAN, Edward I.; HOTCHKISS, Edith; WANG, Wei. *Corporate financial distress, restructuring and bankruptcy*. 4. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2019.

AXELROD, Robert. *The evolution of Cooperation*. Nova York: Basic Books. 1984.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Abuso de Direito de Voto na Assembleia Geral de Credores*. São Paulo: Quarter Latim, 2014

CARPENTER, Marcelo Lamego e col. “O Direito Societário e a Recuperação Judicial – Interseções e Limites”. In. *Direito Empresarial: estudos jurídicos em homenagem à Maria Salgado/organizador: TMA Brasil – Turnaround Management Association do Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedades por ações – o princípio da preservação da empresa na lei de recuperação e falência*. São Paulo: Editora Malheiros, 2012.

-----; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano. Fotografia de uma década de Lei de Recuperação e Falência. In: CEREZETTI, Sheila Christina Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (coord.). *Dez anos da Lei nº 11.101/2005: estudos sobre recuperação e falência*. São Paulo: Almedina, 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Saraiva, 2005.

----- . Limitação ao Exercício de Direitos Societários na Companhia em Recuperação Judicial. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende (org.). *Temas de direito da insolvência:*

estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho. São Paulo: IASP, 2017.

DOUGLAS, Mark G. *Assessing the Impact of the New Chapter 11 Exclusivity Deadline*. Disponível em: <<https://www.bing.com/search?q=Mark+douglg+the+impact&cvid=&aqs=edge>>.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *The Work Bank, Principles For Effective Insolvency And Creditor/Debtor Regimes*. Washington DC, 2016. Disponível em: <http://pubdocs.worldbank.org/en-Insolvency-Creditor-Debtor-Regimes-2016.pdf>

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *U.S. Code. Title 11 – Bankruptcy*. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11>

FERRARA, Francesco. *Interpretação e Aplicação das Leis*. 2.ed.. Coimbra: Armenio Amado Editor, 1963.

JENSEN, Michael C. Corporate control and the politic of finance. In: BHANDARI, Jagdeep S.; WEISS, Lawrence A.; POSNER, Richard A. (Coord.). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

LOPUCKI, Lynn M.; WHITFORD, William C.. Bargaining over equity's share in the bankruptcy reorganization of large, publicly held companies. In: BHANDARI, Jagdeep S.; WEISS, Lawrence A.; POSNER, Richard A. (Coord.). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

LUCCA Newton de; DEZEM, Renata Mota Maciel. Dez Anos de Vigência da Lei n. 11.101/2005. Há Motivos para Comemorar? In: CEREZETTI, Sheila C. Neder e MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Coord.). *Dez Anos da Lei n. 11.101/2005: estudos sobre a lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Almedina, 2015.

MARQUES, André M.; ZENEDIN, Rafael N. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (Coord.). *Recuperação judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020.

MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

MINER, Don J.. Business Reorganization Under the Bankruptcy Reform Act of 1978: An Analysis of Chapter 11. *BYU Law Review*. 961, 1979. Disponível: <<https://digitalcommons.law.byu.edu/lawreview/iss4/9>>.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Do procedimento de recuperação judicial. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005*. São Paulo: RT, 2007.

NEWTON, Grant W. *Bankruptcy and insolvency accounting*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009. v. 2.

RATNER, Ian; STEIN, Grant; WEITNAUER, John. *Business valuation and bankruptcy*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009.

REQUIÃO, Rubens. *A crise do direito falimentar brasileiro – reforma da lei de falências*. Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro. São Paulo, vol. 14, Ano XIII (nova série), 1974.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021.

SANTOS, Paulo Penalva. *Plano alternativo apresentado pelos credores*. Revista do advogado. n. 150. <https://aplicacao.aasp.org.br/aasp/servicos/revista_advogado/paginaveis/150/218/index.html>.

SATIRO, Francisco. “*Agro é pop*”: a questão da recuperação judicial do produtor rural individual e seus efeitos sobre as obrigações do devedor. Disponível em: <https://www.academia.edu/43907347/_Agro_%C3%A9_pop_a_quest%C3%A3o_da_recupera%C3%A7%C3%A3o_judicial_do_produtor_rural_individual_e_seus_efeitos_sobre_as_obriga%C3%A7%C3%B5es_do_devedor>.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. São Paulo: Almedina, 2018.

SKEEL, David A.. *Creditors’ Ball: The ‘New’ New Corporate Governance* In Chapter 11. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=416420>>.

SEIDER Mitchell A.; GOLDBERG, Adam J.; ADAMS, Christian. Maximizing Enterprise Value and Minimizing “Hold Up Value”. In: HAJJIRI Tarek M.; COHEN, Adrian (Eds.) *Global Insolvency and Bankruptcy Practice for Sustainable Economic Development: International Best Practice*. v. 2. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2015.

U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE. *Guidelines for debtors-in-possession*. Disponível em: <https://www.justice.gov/ust-regions-r07/file/r07_dip_guidelines.pdf/download>.

WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial nas varas da capital*. Disponível em: <https://abj.org.br/pdf/ABJ_resultados_observatorio_1a_fase.pdf>.

WHITE, Michelle J. The costs of corporate bankruptcy: A U.S.-European comparison. In: BHANDARI, Jagdeep S.; WEISS, Lawrence A.; POSNER, Richard A. (Coord.). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

