

**CENTRO UNIVERSITÁRIO ANTÔNIO EUFRÁSIO DE TOLEDO DE PRESIDENTE
PRUDENTE**

CURSO DE DIREITO

**OS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY COMO VETORES DA RECUPERAÇÃO
JUDICIAL**

Wellington Nunes Franco

Presidente Prudente/SP

2018

**CENTRO UNIVERSITÁRIO ANTÔNIO EUFRÁSIO DE TOLEDO DE PRESIDENTE
PRUDENTE**

CURSO DE DIREITO

**OS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY COMO VETORES DA RECUPERAÇÃO
JUDICIAL**

Wellington Nunes Franco

Monografia apresentada como requisito parcial de Conclusão de Curso para obtenção de grau de Bacharel em Direito, sob orientação do Prof. Ms. Edson Freitas de Oliveira.

Presidente Prudente/SP

2018

OS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY COMO VETORES DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Monografia aprovada como requisito
parcial para obtenção do Grau de
Bacharel em Direito.

Prof. Ms. Edson Freitas de Oliveira

Prof. Márcio Ricardo da Silva Zago

Prof. Ms. Guilherme Prado Bohac de Haro

Presidente Prudente,
31 de outubro de 2018.

*Só fazemos melhor aquilo
que repetidamente
insistimos em melhorar. A
busca da excelência não
deve ser um objetivo, e sim
um hábito.*

Aristóteles

AGRADECIMENTOS

O ato de agradecer decorre da virtude gratidão, que, em palavras simples, é o reconhecimento próprio de cada ser humano de que nesta vida terrena nada somos sem o próximo e que cada bondade praticada deve também ser retribuída.

Agradeço, em primeiro lugar, a Jesus Cristo, por sempre me conceder força e respostas ante as dificuldades que encontrei na vida, bem como o divino discernimento para alcançar meus objetivos, mantendo minha fé sempre inabalável.

Minha família por ser meu maior alicerce, sustentáculo de toda minha estrutura, responsável pelos infindáveis ensinamentos que formaram meu caráter e me fazem cada dia uma pessoa melhor.

A Casa Mãe, Toledo Centro Universitário, por todos os ensinamentos, estrutura e experiências a mim concedidas, para formar não só um profissional, mas um ser humano mais capacitado para a vida. Agradeço, especialmente, ao Professor Edson Freitas de Oliveira pelas orientações dadas ao presente estudo, no sentido de melhorá-lo e me fazer visualizar novas perspectivas, e pela sua pessoa, ao transparecer sua luta em ajudar o próximo e exemplo de que o esforço leva à vitória.

Aos amigos João Gabriel Moreira Pessoa Gonçalves, Glauber Rogéris Oliveira Nunes, Luis Fernando Nascimento de Almeida e Mariana Rolemberg Notário, por me ensinarem o significado de amizade e companheirismo, especialmente em tudo o que me ajudaram nesta caminhada.

RESUMO

O presente estudo aborda o uso de fundos de *private equity* como agentes de recuperação corporativa, objetivando a comprovação científica de que eles podem ser substitutivos mais eficientes que a recuperação judicial, pois condicionados aos axiomas da celeridade e eficiência e ausência de tutela judicial, perfazendo o que se denomina “solução de mercado”. Explana-se a crise econômica e seu impacto sobre o empresariado brasileiro, bem como a respectiva resposta legislativa e seu histórico, da qual se extrai que a recuperação judicial é utilizada com mais frequência por conta da sua flexibilidade. Entretanto, por ser considerada deficiente é que se vislumbra a abordagem de outros meios oferecidos pela iniciativa privada. Para tanto, discorrem-se as reformas neoliberais ocorridas na década de 90 (especialmente no governo FHC) e a instituição do livre mercado, com a consequente autonomia para a iniciativa privada. Como os fundos de *private equity* são corolários do livre mercado, são explicados o regramento jurídico de normas expedidas pela CVM, o respectivo funcionamento, resultados práticos, além da complexidade contratual e societária que envolve este instituto, como a governança corporativa e direito dos minoritários. Por derradeiro, mediante uma comparação entre o funcionamento e resultados da recuperação judicial e dos fundos de *private equity*, levando-se em conta também suas respectivas particularidades, além da apresentação de um exemplo prático exitoso, o trabalho consegue comprovar o objetivo proposto, qual seja o de que a solução de mercado é factível, eficiente (ainda que restrita) e pode ser promovida pelos fundos ora debatidos. A metodologia é tipológica e a pesquisa baseia-se em fontes bibliográficas, com referencial teórico de obras da ABVCAP, e em fontes indiretas, como dados oficiais, pesquisas e obras jornalísticas.

Palavras-chave: Fundos de *Private Equity*. Recuperação Judicial. Solução de Mercado. Reestruturação Empresarial. Acordo de Acionistas. Governança Corporativa.

ABSTRACT

The following paper approaches the use of the Private Equity Funds as an economic recovery tool for corporations, aiming to scientifically demonstrate that they can be a more efficient substitute for judicial reorganization procedure, while conditioned to the axioms of efficiency and lack of judicial protection, and thus prove to be a "market solution." This paper addresses the economic crisis and its impact on the Brazilian business community, as well as the legal response given by the legislator, taking into account its background, which shows that, due to greater flexibility, the judicial reorganization procedure is required more and more frequently, but since it is recognized as deficient, there is an increasing need for other tools inherent to private initiative. In order to do so, the neoliberal reforms that took place in the 1990s (especially in the Fernando Henrique Cardoso government) have to be analyzed, since they culminated in the establishment of the free market and the consequent autonomy for private enterprise. As private equity funds are corollaries of the free market, this paper addresses the legal regulation of standards issued by the CVM, its operation, practical results, and the contractual and corporate complexity involved in this institute, such as corporate governance and minority rights. Lastly, a comparison is made between the functioning and results of judicial reorganization procedure and private equity funds, taking into account their respective particularities, as well as a successful practical example, so that the work is able to prove the proposed objective, that the market solution is feasible, efficient (although restricted) and can be promoted by the funds addressed herein. The methodology was typological and the research is based on bibliographical sources, with theoretical reference of ABVCAP works and in indirect sources, such as official data, surveys, and journalistic works.

Keywords: Private Equity Funds. Judicial Reorganization Procedure. Market Solution. *Turnaround*. Shareholder's Agreement. Corporative Governance.

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

ABVCAP – Associação Brasileira de Venture Capital & Private Equity

AGC – Assembleia Geral de Credores

ALL – América Latina Logística

AMBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

Art. – Artigo

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

CC – Código Civil

CEO – Diretor Executivo

CF – Constituição Federal

CLT – Consolidação das Leis do Trabalho

CNJ – Conselho Nacional de Justiça

CPC – Código de Processo Civil

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EBIT – Lucro Antes dos Juros e Tributos

FHC – Fernando Henrique Cardoso

FIP – Fundos de Investimento em Participações

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

ICVM – Instrução da Comissão de Valores Mobiliários

LF – Lei de Falências

LRE – Lei de Recuperação de Empresas

LSA – Lei de Sociedades Anônimas

ONG – Organização Não-Governamental

PE – *Private Equity*

PRJ – Plano de Recuperação Judicial

RJ – Recuperação Judicial

SA – Sociedade Anônima

SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 BREVE REFFERÊNCIA AO CENÁRIO ECONÔMICO	13
2.1 A Trajetória da Lei das Concordatas até a Legislação Recuperacional Contemporânea.....	19
2.2 Regras Gerais da Recuperação Judicial.....	26
2.2.1 Etapas do procedimento da recuperação judicial.....	36
2.2.2 Particularidades da recuperação judicial ..	49
2.3 O Papel da Iniciativa Privada e a “Solução de Mercado”	52
3 FUNDOS DE INVESTIMENTO	57
3.1 Fundos de Private Equity	58
3.2 Regramento Jurídico	60
3.3 Ciclo de Fundo	68
3.4 Aspecto Societários.....	77
3.5 Governança Corporativa	80
4 CONEXÕES ENTRE PRIVATE EQUITY E RECUPERAÇÃO JUDICIAL	94
5 CONCLUSÃO	103
REFERÊNCIAS.....	106

1 INTRODUÇÃO

Os fundos de *private equity* são oriundos de países anglo-saxões e iniciaram suas atividades no Brasil, com mais intensidade, na década de 90, pois, por ter sido um período caracterizado por desestatizações, encontraram terreno fértil para bons investimentos e retornos financeiros.

Atualmente, titulares de um portfólio invejável, já detiveram participações da Azul, Natura, Burger King e Kroton, que culminaram com os IPOs mais importantes no mercado brasileiro. A estratégia de unir aporte financeiro com apoio técnico para as necessidades específicas dos empreendedores revelou os sucessos dos investimentos, bem como a fama e importância desta sorte de fundos para o desenvolvimento econômico.

Com a recente crise econômica, descobriu-se um novo nicho no mercado, que não mais o focado em crescimento orgânico, mas o de reestruturação de boas empresas ou o *turnaround*.

Tendo em vista que a recuperação judicial ainda constitui um dos meios mais usuais de se recuperar uma empresa, não se pode deixar de salientar também que é um dos mais traumáticos para os credores, ante às críticas acerca da capacidade do Poder Judiciário em resolver este tipo de procedimento, levando-se em conta a eficiência e a celeridade (axiomas constitucionais e processuais norteadores do processo).

Por conta desta manifesta ineficiência, constatada por meio de uma análise econômica do direito, tornou-se imprescindível o estudo de meios de recuperação alternativos.

Aventou-se a hipótese do uso de fundos de *private equity* como agentes de recuperação para empresas maduras, *a priori*, por já existir um ramo mercadológico que busca auferir lucro com empresas em dificuldades, por meio de um aparato de oportunidades e soluções já experientes. Além disso, o uso deste instrumento pode ser inteiramente junto à iniciativa privada, antes mesmo de um processo judicial.

Partindo da hipótese elencada acima, objetivou-se demonstrar com concretude que os debatidos fundos de investimento são autossuficientes para operar a reestruturação necessária das empresas brasileiras de forma mais

eficiente, de modo a se tornar outra fonte de solução para o empresariado brasileiro, em lugar da recuperação judicial.

Como os estudos dirigidos à indústria da reestruturação ainda são incipientes, houve certa dificuldade em encontrar resultados práticos que pudessem embasar uma pesquisa profunda. Entretanto, isto não impediu que o trabalho se alongasse sobre o tema, de modo a torná-lo mais conhecido pelo mundo científico e empresarial.

A efetiva comprovação científica da hipótese retro levantada implicou em maior segurança jurídica e credibilidade para os fundos de investimentos e empresários que optem pela reestruturação empresarial em detrimento da recuperação. Esta constatação torna a respectiva operação mais confiável e conhecida, favorecendo a fluidez deste mercado e, simultaneamente, desafoga o Poder Judiciário de processos complexos e longos, de modo que a tutela final obtida seja mais vantajosa não só para os interessados, mas para toda a sociedade que sofre os efeitos da atividade empresarial.

Em relação à estrutura do trabalho, salienta-se que a pesquisa foi desenvolvida em três capítulos. O segundo capítulo abordou, inicialmente, a crise econômica brasileira e os meios dispostos pela lei para resolvê-la no âmbito empresarial. Além disso, apresentou-se o histórico normativo da recuperação judicial, a fim de se revelar a evolução do referido instituto neste processo. Por fim, estudou-se o papel da iniciativa privada após a implantação do neoliberalismo no Brasil, com o intuito de se verificar a autonomia da iniciativa privada em resolver seus próprios problemas.

O terceiro capítulo analisou, de forma profunda, toda a complexidade dos fundos de investimento em participações, a começar pela regulamentação da CVM, o seu ciclo de vida, os aspectos societários e contratuais que lhe são inerentes, bem como as exigências advindas da adoção de melhores práticas de governança.

No último capítulo, apresentou-se uma comparação do funcionamento dos fundos ora debatidos e da recuperação judicial, aferindo-se, com dados concretos, a respectiva eficiência de cada um dos institutos. Por conseguinte, provou-se a plena autossuficiência e maior eficiência dos fundos de *private equity* como agentes de recuperação de empresas.

A metodologia utilizada foi tipológica, no sentido de que, quando comparado o fundo de *private equity* com as semelhantes disposições da recuperação judicial, encontrou-se uma forma mais eficiente de se reestruturar empresas. Tratou-se de pesquisa de natureza exploratória baseada em fontes secundárias, tais como artigos de revistas, pesquisa bibliográfica, dados e estatísticas concretos, que buscou alcançar um resultado qualitativo de modo a induzir ao objetivo proposto.

2 BREVE REFERÊNCIA AO CENÁRIO ECONÔMICO

Toda crise econômica impõe uma nova dinâmica para os empreendedores que, ao se depararem com um cenário diferente, devem, ou ao menos se espera, proceder com ajustes, a fim de se manterem no mercado.

A crise econômica deflagra não somente uma discussão jurídica, mas também econômica, pois a academia e o mercado sempre buscam causas e soluções de eventual crise, tais como os acordos de Basileia dos *subprime*¹. Deste modo, o termo solução remete obrigatoriamente a um conjunto de medidas que devem ser tomadas por vários agentes, englobando todo um espectro que vai desde os políticos aos econômicos e, inclusive, a própria sociedade.

O Brasil pós-eleições de 2014 foi marcado por problemas nas searas política e econômica. Observam-se, com maior ênfase, as dificuldades que o executivo e legislativo tinham em se relacionar, prejudicando a promoção de reformas para o país e o saneamento das contas públicas. A esse respeito, em especial no que condiz à reforma do fisco (sem exceção de outras) e menos gastos públicos, as agências de risco rebaixaram a nota de crédito do país², o que fez com que os investidores ficassem mais atentos à situação brasileira.

Além disso, a deflagração da Operação Lava-Jato trouxe à tona um grande esquema de corrupção a nível internacional, que incluía agentes públicos ligado ao governo e executivos de importantes empresas brasileiras, o que certamente favoreceu o desaquecimento do mercado nacional, tendo em vista a diminuição do ritmo de obras das empresas alvo desta operação.

Em 2015, foi manifesta a crise a ser contornada. O plano internacional não foi favorecido, muito em razão do Produto Interno Bruto fraco (-3,5%)³ e a queda no valor das *commodities*, em especial o preço do petróleo (abaixo de U\$ 30 por

¹ Crise econômica iniciada nos Estados Unidos da América no ano de 2007 por conta da falta de inadimplemento dos chamados “créditos podres”, hipotecas concedidas a devedores potencialmente insolventes.

² NERY, P. F. **A Visão das Agências Internacionais de Classificação de Risco sobre o Congresso Nacional**. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/ Senado, agosto/2015 (Boletim Legislativo nº 33, de 2015), p. 2-4. Disponível em: <www.senado.leg.br/estudos>. Acesso em: 7 de março de 2018.

³ IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema de Contas Nacionais: Brasil 2015**. Rio de Janeiro, n. 56, 2017, p. 2. Disponível em: <biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101289_informativo.pdf>. Acesso em: 08 de março de 2018.

barril tipo Brent)⁴. O receio do investidor estrangeiro foi tamanho que a cotação do dólar ultrapassou a casa dos R\$ 4,00⁵ (disparidade considerada alta), de modo que todo este conjunto trouxe prejuízo para determinados setores produtivos brasileiros.

A taxa de inflação acumulada em 2015 foi considerada alta e inaceitável para os padrões pós-1994 (10,67%)⁶. O desemprego galopante saiu de uma taxa de 4,3% em dezembro de 2014, para 6,9% em dezembro de 2015⁷. A inadimplência chegou a atingir um patamar de 6,7% de pessoas físicas em março de 2015⁸. Estes fatores internos foram relevantes para desaquecer o mercado e desafiar a solidez dos empreendedores.

Com base em todos os problemas mencionados, somados às particularidades de cada empresa, houve um efeito cascata, de modo que muitos contratos foram rescindidos, o que afetou, de maneira mais dramática, empresários de menor porte, ainda que estes não apresentassem, aparentemente, qualquer problema financeiro. Além disso, em razão da alta de juros e da escassez de crédito e de consumo das famílias (-3,4%)⁹, houve a necessidade de uma solução eficaz para contornar este problema.

A crise, no ramo empresarial, deve ser entendida como entraves que as empresas têm de enfrentar e que geram dificuldades de se operar em nível normal, ou de se obter rendimentos satisfatórios, tendo em vista que o objetivo do empresário é o lucro. Por esta razão, a crise econômica deve ser estudada em todas as suas nuances, a fim de que seja resolvida, permitindo-se, assim, que os

⁴ ALVARENGA, Darlan; TREVIZAN, Karina. **Por que o preço do petróleo caiu tanto? Veja perguntas e respostas.** G1, São Paulo, jan. 2016. Disponível em: <g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2016/01/por-que-o-preco-do-petroleo-caiu-tanto-veja-perguntas-e-respostas.html>. Acesso em: 08 março de 2018.

⁵ Cotação do dólar americano em 24 de setembro de 2015, R\$ 4,04 – Fonte Banco Central.

⁶ IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA: Séries Históricas.** Disponível em: <www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>. Acesso em: 07 de março de 2018.

⁷ IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Taxa de Desocupação: Séries Históricas.** Disponível em: <www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/sociais/trabalho/9180-pesquisa-mensal-de-emprego.html?edicao=9182&t=series-historicas>. Acesso em: 08 de março de 2018.

⁸ SPC BRASIL. **Quantidade de Dívidas: Pessoa Física.** Disponível em: <cndl.cdls.org.br/iniciativas-e-projetos/indicadores-economicos/>. Acesso em: 16 de março de 2018.

⁹ IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema de Contas Nacionais: Brasil 2015.** Rio de Janeiro, n. 56, 2017, p. 4. Disponível em: <biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101289_informativo.pdf>. Acesso em: 08 de março de 2018.

empresários se reciclem diante de um novo cenário econômico, que exige determinados ajustes para que continue a ser produtivo.

Ricardo Negrão corrobora com a afirmativa acima, ao consignar que a crise engloba tanto o insucesso do empresário em atingir seus objetivos quanto sua dificuldade em adimplir as respectivas obrigações¹⁰.

Fábio Ulhoa Coelho entende que o termo “crise” pode ser subdividido em três dimensões: econômica, financeira e patrimonial. Destaca, ainda, que estas três dimensões não se comunicam obrigatoriamente, em especial numa economia cada vez mais complexa, como a atual. Entretanto, num período conturbado do mercado, é possível que todas estejam presentes, sendo necessário, então, que o Estado-legislador crie mecanismos capazes de recuperar os empreendimentos fragilizados, a fim de manter a estabilidade financeira, social e econômica¹¹.

Tecnicamente, o termo “crise” remete ao significado de insolvência que, segundo o magistério de Perez, pode se dar por dois motivos: ou por insuficiência de fluxo de caixa para saldar as dívidas; ou por insuficiência de estoques, quando há um saldo negativo ante a diferença de ativos e passivos¹².

Adota-se, como motivo que melhor qualifica a insolvência para este estudo, a insuficiência de fluxo, tendo em vista que um saldo negativo entre o ativo e passivo da organização não necessariamente demonstra uma crise, posto que o endividamento seja natural do empresário. De fato, o mais importante a ser considerado é a capacidade ou não que o empresário tem de honrar os respectivos compromissos, e não somente o montante da dívida visto isoladamente.

Sérgio Campinho milita no mesmo sentido: “em última análise, a crise econômico-financeira constitui-se em um fenômeno tradutor de um desequilíbrio entre valores realizáveis pelo devedor e as prestações que lhe são exigidas pelos credores”¹³.

¹⁰ NEGRÃO, Ricardo. **Curso de direito comercial e de empresa: volume 3: recuperação de empresas, falência e procedimentos concursais administrativos**. 12.ed. São Paulo: SaraivaJur, 2018, p. 147.

¹¹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial, volume 3: direito de empresa**. 17ª ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 223-224.

¹² PEREZ, Marcelo Monteiro. **Uma contribuição ao estudo do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil**. 2008. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 20. Acesso em: 12 maio de 2018.

¹³ CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 9.ed., rev. e atual. São Paulo: SaraivaJur, 2018.

Extrai-se que a preocupação primária dos credores é o inadimplemento das obrigações, sendo a insolvência de saldos um sinal negativo para o mercado e secundariamente fonte de cautela e de preocupação.

A dificuldade financeira pode partir de fatores externos e internos à gestão empresarial, tendo em vista que a economia é uma incógnita e, portanto, imprevisível.

A causa externa constitui fator alheio aos controles do empresário, mas que ainda assim assume efeito sobre o seu aviamento, como, por exemplo, a greve dos caminhoneiros que frustrou o cumprimento de contratos que sequer se conectavam com os grevistas.

As causas internas são deficiências internas da empresa e que apresentam solução ao alcance do administrador, mas que o conduzem para uma situação financeira crítica. Podem se materializar de várias formas, como a má gestão, gastos exagerados e falta de exercício profissional da profissão.

O que comumente ocorre é a simultaneidade dos dois fatores de dificuldades empresarial, o que exige criatividade do empresário a fim de contorná-los, sob pena de se fazer surgir uma verdadeira dificuldade econômica e financeira, como bem consigna Negrão:

A dicotomia 'econômico-financeira' não revela relação de causa e efeito, na ordem que apresenta, mas sim a situação em que uma e outra se fundem para descrever resultados negativos na persecução do objeto empresarial¹⁴.

Cabe ao gestor assimilar os sinais e reagir a eles, sob pena de a empresa caminhar para quaisquer dos tipos de insolvência acima consignados¹⁵, tendo em vista que o mal planejamento diante deles pode ser decisivo para a falência, bem como a falta de harmonia da empresa com o ambiente no qual se encontra¹⁶.

¹⁴ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 149.

¹⁵ PEREZ, 2008, op. cit., p. 57.

¹⁶ MAGALHÃES, Átila de Alencar Araripe. **A Gestão Empresarial no Plano de Recuperação Judicial das Empresas, à Luz da Lei de Falências (Lei nº 11.101, de fevereiro de 2005)**. 2014. 109 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade de Fortaleza (UNIFOR), PPGA, Fortaleza, 2014, p. 23. Disponível em: <www.unifor.br/btdt?p_p_id=unifor_btdt_btdtPortlet_INSTANCE_XBbIFAsO7Svx&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view&_unifor_btdt_btdtPortlet_INSTANCE_XBbIFAsO7Svx_mvcRenderCommandName=defense_details_render&_unifor_btdt_btdtPortlet_INSTANCE_XBbIFAsO7Svx_course=67&_unifor_btdt_btdtPortlet_INSTANCE_XBbIFAsO7Svx_registration=1315019>. Acesso em: 10 de junho de 2018.

Por exemplo, o endividamento que cresce sem controle poderá ser futuramente um motivo para o pedido de falência¹⁷, muito embora, nunca é demais reforçar, que se o devedor inadimple voluntariamente para buscar determinada oportunidade para a empresa, o inadimplemento será momentâneo e possível de ser satisfeito, o que por si só não gera grandes preocupações¹⁸.

Nelson Abrão argumenta sobre o endividamento bancário no seguinte sentido:

Consabido, além de tudo, que o endividamento das empresas em relação aos estabelecimentos bancários descortina a posição das garantias, reais e fidejussórias, travas bancárias, além da captação imprescindível para a reorganização societária¹⁹.

Entende-se que quando o empresário usa das soluções de crédito oferecidas pelo banco, ele consegue liquidez, diga-se de passagem, provisória, sob o custo de lhe faltar garantias e, como já arguido, isso pode ocasionar problemas de solvência.

Relatório do SEBRAE, elaborado em 2016, concluiu que as principais causas de falência de empresas são deficiências no: planejamento, capacitação e gestão. Nesta última é destacada a falta de controle rigoroso com as contas²⁰. Sendo assim, tal documento é apto a demonstrar quais comportamentos devem ser evitados ou melhorados a fim de se reestruturar uma empresa.

A teoria da contingência prega que as organizações devem se ajustar às condições ambientais para que seus objetivos sejam perseguidos continuamente²¹. Por conta dos fatos e dados acima expostos, extrai-se que a grande parte do empresariado brasileiro perece pela falta de ajustes.

Considerando que as leis são editadas a partir de fatos sociais (mundo do ser) que demandem a respectiva regulamentação, a legislação falimentar e recuperacional figura como resposta estatal a fim de viabilizar a manutenção da atividade empresária, os empregos e a geração de riquezas para o país.

¹⁷ PEREZ, 2008, op. cit., p. 149.

¹⁸ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 129.

¹⁹ ABRÃO, Nelson. **Direito bancário**. 14. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 582. 591

²⁰ SEBRAE - SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Sobrevivência das Empresas no Brasil**. Brasília, Unidade de Gestão Estratégica, 2016. Disponível em: <datasebrae.com.br/sobrevivencia-das-empresas/>. Acesso em: 24 de março de 2018.

²¹ MAGALHÃES, 2014, op. cit., p. 30.

A falência e a recuperação constituem pontos antagônicos separados pela razoabilidade. A primeira é inerente ao sistema econômico capitalista, no qual novas ideias se sobrepõem às obsoletas. Por outro lado, a recuperação será devida para os empreendimentos que devam ser mantidos conforme cada ordem econômica.

A crise econômica é o momento correto para avaliar debilidades no sistema e impor uma reciclagem da atividade produtiva, pois, diante de uma nova forma de negociar, alguns empresários não terão mais competitividade e, por conseguinte, tampouco condições financeiras para manter determinadas atividades empresariais, de modo que a falência é medida que se impõe nestes casos²².

Como bem ensina Fábio Ulhoa Coelho:

Nem toda falência é um mal. Algumas empresas, porque são tecnologicamente atrasadas, descapitalizadas ou possuem organização administrativa precária, devem mesmo ser encerradas. Para o bem da economia como um todo, os recursos – materiais, financeiros e humanos – empregados nessa atividade devem ser realocados para que tenham otimizada a capacidade de produzir riqueza. Assim, a recuperação da empresa não deve ser vista como um valor jurídico a ser buscado a qualquer custo. Pelo contrário, as más empresas devem falir para que as boas não se prejudiquem. Quando o aparato estatal é utilizado para garantir a permanência de empresas insolventes inviáveis, opera-se uma inversão inaceitável: o risco da atividade empresarial transfere-se do empresário para os seus credores²³.

Sobre a ilustre opinião acima exarada, Perez a confirma e a corrobora com um estudo, ao destacar que, em entrevista feita com empresários, um ponto em comum levantado para que haja recuperação cinge-se à análise de dois requisitos, quais sejam a qualidade do serviço e sua recepção pelo mercado. Caso ambos não sejam satisfatórios, não se vislumbra possibilidade de solução²⁴. Um bom exemplo que concretiza esta ideia é o crescimento da provedora de filmes via *streaming* Netflix e do aplicativo Uber, que conseguiram, recentemente, suceder as antigas locadoras de filmes e oferecer uma modalidade de transporte mais justa e qualificada que os táxis. Dessa forma, a recuperação deve ser proporcional à perspectiva econômico-financeira e aos avanços tecnológicos²⁵.

²² VASCONCELOS, Ronaldo. **Direito processual falimentar: de acordo com a lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2008 p. 128.

²³ COELHO, 2016, op. cit., p. 225.

²⁴ PEREZ, 2007, op. cit., p. 151.

²⁵ POZZO, ED; RIBEIRO, MP; ALVES, AA. **Paradigmas da função social da empresa em crise**. 2017. Tese (doutorado) - Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Jurídicas, Programa de

Por isso se faz necessário o estudo aprofundado da recuperação empresarial, com o intuito de encontrar uma forma eficaz de usar a legislação pátria a favor da iniciativa privada, bem como, se possível, elaborar estratégias que visem à efetiva reestruturação da atividade produtiva, para que ela seja mantida e atualizada, o que agrega maior geração de valor para a sociedade, trabalhadores e acionistas, bem como qualquer pessoa que acredite em seu potencial.

2.1 A Trajetória da Lei das Concordatas até a Legislação Recuperacional Contemporânea

A legislação falimentar está presente no arcabouço jurídico brasileiro desde o extinto Código Comercial, com a disposição de uma diversidade de normas que visavam regulamentar esta matéria, bem como a recuperação empresarial.

No entanto, o Decreto-Lei 7.661/45 representou um contrassenso legislativo histórico, posto sua assimetria em relação a qualquer diploma falimentar que já vigeu no ordenamento pátrio, na medida em que a figura dos credores tinha diminuta ou nenhuma influência no processo judicial, motivo pelo qual só esta norma constará neste capítulo.

Pois bem, o diploma em comento previa, como mecanismo legal de recuperação de empresas, o instituto jurídico da concordata. Segundo Almeida, o referido mecanismo é destinado à regularização financeira do comerciante para se evitar a falência²⁶.

Nelson Abrão²⁷ vai além, ao ensinar que a concordata serve para sanear a situação financeira do devedor insolvente ou impontual e, ainda, prevenir ou afastar o efeito de decisão falimentar. Porém, destaca que o caráter de saneamento é limitado à remissão e dilação das dívidas²⁸, de modo que o devedor não dispõe de nenhum outro meio para quitá-las.

Pós-Graduação em Direito. Defesa: Curitiba, 29/09/2017, p. 177. 299 f. Disponível em: <acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/52993/R%20-%20T%20-%20EMERSON%20LUIS%20POZZO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 07 de julho de 2018.

²⁶ ALMEIDA, Amador Paes de. **Curso de falência e concordata**. 18. ed., ampl. e atual. São Paulo: Saraiva, 2000, p. 384-385.

²⁷ ABRÃO, Nelson. **Curso de direito falimentar**. 5. ed. São Paulo: LEUD, 1997, p. 309.

²⁸ TEIXEIRA, Tarcisio. **A recuperação judicial de empresas**. In: Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, janeiro de 2012, p. 181-214, p. 183. Disponível em: <www.periodicos.usp.br/rfdusp/article/view/67943>. Acesso em: 06 jun. 2018.

A concordata se dividia em duas formas: a preventiva e a suspensiva. A diferença marcante residia apenas quanto ao momento em que foi pedida em relação à declaração da falência.

A petição requerendo a concordata preventiva já devia prever qual a modalidade de adimplemento do saldo devedor, se à vista ou a prazo, pois, conforme se depreende da leitura do § 1º do art. 156 da LF, na primeira hipótese de pagamento era necessário depositar metade do valor e outras porcentagens, quando havia dilação entre seis até vinte e quatro meses.

A peça inaugural devia, ainda, explicar a motivação concreta da dificuldade enfrentada pela empresa do requerente, bem como ser instruída com todos os documentos exigidos no § 1º do art. 159, que incluem livros contábeis, inventário de bens do devedor e relação de credores, bem como provas que atestem o não-impedimento e a qualidade legítima de empresário.

Não obstante a instrução com os documentos que manda a lei, devia, ainda, o empresário preencher os requisitos de admissibilidade: a) lapso temporal em que o requerente exercia a atividade de mercancia; b) ativo superior à metade do passivo quirografário; c) ausência de constatação de falência e de título protestado.

Para que o sacrifício dos credores se justificasse, era necessária prova de que o mecanismo utilizado pelo devedor fosse viável. Sendo assim, o legislador elencou a superioridade de ativo sobre o passivo quirografário como prova de viabilidade econômica, muito embora os documentos que atestassem tais valores nem sempre condiziam com a realidade²⁹.

Quanto ao título protestado, houve flexibilização quanto à interpretação pelos tribunais, autorizando o referido remédio legal desde que o título protestado fosse pago antes do protocolo da petição requerendo a concordata³⁰.

Ademais, sobre o protesto, Nelson Abrão ensina que, no intuito de salvaguardar os interesses da empresa, o protesto deve ser entendido como prova de impontualidade e não como presunção de insolvência, como quis o legislador pátrio³¹.

Vale ressaltar que a petição inicial incompleta significava uma confissão de falência, posto que não haveria nova chance para aditá-la, de modo

²⁹ ABRÃO, 1997, op. cit., p. 331-332.

³⁰ ALMEIDA, 2000, op. cit., p. 393.

³¹ ABRÃO, loc. cit., p. 334-335.

que o decreto de falência seria desde logo dado pelo juiz³². Este também seria o destino da petição inicial quando, mesmo estando instruída, o magistrado se deparasse com manifesta incapacidade do devedor em adimplir seus débitos³³.

Se o juiz determinasse o processamento do pedido de concordata, todas as contas correntes do requerente seriam encerradas, salvo determinação judicial em contrário (art. 165, parágrafo único).

O artigo 148 vedava a novação dos créditos. Sendo assim, mesmo com o parcelamento do saldo devedor, o pacto entre o empresário e o credor não poderia ser revisto³⁴, de modo que se conclui pela inflexibilidade do instituto, na medida em que era impossível se criar uma nova ordem de pagamentos.

O artigo 167 facultava ao magistrado a autorização para se onerar ou alienar bem imóvel ou para se proceder com o trespasse, intervenção esta que retirava a possibilidade de liquidez mediante acordo com os credores. Entretanto, poderia o concordatário agir de forma contrária à lei caso ainda conseguisse honrar o pactuado, sob pena de ter o ato considerado ineficaz em caso de convolação em falência³⁵.

Infere-se que a alienação de imóveis ou trespasse não prestigiava a segurança jurídica, a considerar a necessidade de aprovação pelo juiz ou pela totalidade de credores (tortuoso caminho) e, caso o concordatário resolvesse fazê-lo às suas expensas, o comprador teria de contar com a possibilidade de desfazimento de seu contrato. Com todas as críticas apontadas pela doutrina e tribunais, o referido procedimento tendia a afastar eventual comprador e favorecer a fraude.

Não obstante essas intempéries legislativas, os “problemas de sucessão” não atraíam possíveis compradores, tendo em vista a insegurança jurídica quanto à sucessão de deveres trabalhistas e tributários³⁶.

A concordata suspensiva, inculpada no artigo 177 do decreto ora estudado, pode ser definida como uma espécie de contestação ao pedido de falência impetrado por credor qualquer, cabendo ao requerente oferecer trinta e

³² LACERDA, 1961, op. cit., p. 295.

³³ ABRÃO, 1997, op. cit., p. 338.

³⁴ ARAUJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno. **A nova lei de falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito.** In: Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE), Rio de Janeiro, v. 36, n. 2, p. 209-254, p. 248, ago. 2006. Disponível em: <repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/4096>. Acesso em: 09 de junho de 2018.

³⁵ ABRÃO, loc. cit., p. 315.

³⁶ ARAUJO; FUNCHAL, loc. cit., p. 217.

cinco por cento do valor, caso o pagamento fosse à vista, ou metade, se fosse a prazo, com limitação de dois anos.

Ademais, proferida a sentença que concedia a concordata suspensiva, assim que transitasse em julgado, esta deveria ser cumprida no prazo de trinta dias (art. 183, parágrafo único). Neste caso, o devedor readquiriria a livre disposição dos bens e a administração da empresa. Em caso de descumprimento dos termos da concordata, o credor tinha a garantia de que haveria a convolação em falência.

Por conta do pouco que se leu dos dispositivos, extrai-se do espírito do legislador um diploma eminentemente cogente, sem margem para transações (materiais ou processuais), com exigências difíceis de serem preenchidas, ainda mais quando o concordatário provavelmente é quem está em dificuldades financeiras. Além disso, há disposições que em nada ajudam o empresário, mas só atrapalham suas operações, concluindo-se a análise por uma excessiva presença do Estado.

As características acima elencadas podem ser resumidas na fala de Nelson Abrão, ao declarar que a Lei das Concordatas era despreocupada com a economia, posto que o legislador só se preocupou com questões técnico-jurídicas³⁷.

Destaca-se que a possibilidade de negociar apenas os créditos quirografários não traz significativa vantagem para o devedor, tendo em vista que os diferentes regramentos jurídicos de outros créditos podem atrapalhar qualquer acordo feito pelo empresário, como, por exemplo, o crédito em garantia, que terá seu rito seguido normalmente até o valor do bem que foi gravado³⁸, sem qualquer interferência do rito da concordata.

Marcelo Perez entende que o credor detentor de garantia real executava o bem, independentemente de ser necessário ou não para a manutenção da atividade produtiva da empresa, e que o instituto da concordata era rígido ao ponto de não se conseguir a recuperação³⁹.

Ronaldo Vasconcelos esclarece que o diploma em comento tinha caráter sancionatório e obsoleto para o comércio brasileiro, de forma que acarretou o fim de empresas e desemprego, punindo sem qualquer deliberação o empresário e a

³⁷ ABRÃO, 1997, op. cit., p. 57.

³⁸ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Falências Comentada: método de estudo para a lei de falência, comentário artigo por artigo, com os julgados mais recentes**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001, p. 336.

³⁹ PEREZ, 2008, op. cit., 41.

empresa, sem levar em conta seus valores e outros atributos relevantes para o país⁴⁰.

Manoel Bezerra Filho⁴¹ ensina que o supracitado diploma não tinha a ideia de salvaguardar os interesses da empresa ou do empresário em dificuldade, quanto mais os dos credores, mas sim de deixar inoperantes os negócios que, por qualquer motivo, restassem infrutíferos e inadimplentes. Em outras palavras, a lei não prezava pela manutenção da atividade, mas pela sua extinção, até porque, como explica o referido autor, as “pessoalidades da lei” eram pontos legais que se preocupavam mais com a pessoa do empresário do que com a própria empresa e, por isso, eram prejudiciais ao desenvolvimento desta perante um procedimento judicial de concordata.

A opinião exarada acima é, inclusive, corroborada pelo responsável pelo projeto da antiga Lei de Falências, Trajano de Miranda Valverde:

Por manifesto desinteresse dos credores pelo órgão que, segundo o antigo regime legal, devia atuar na defesa dos direitos dêles, a assembleia dos credores sempre funcionou mal, desempenhando no processo de falência um papel secundário. A lei vigente nulificou-a, pode dizer-se⁴².

O excerto acima demonstra, de forma cabal, a despreocupação legislativa pela opinião, por mais ou menos valiosa que possa ser, das partes do processo, em especial dos credores, que são peças-chave para seu desfecho.

O instituto da concordata era criticado por ser inadequado ao interesse do mercado, na medida em que constituía um impasse para a continuidade do empreendimento e não oferecia oportunidade efetiva de recuperação. Além disso, era utilizado pelo devedor-empresário com a finalidade de fraudar credores, o que causou descontentamento perante os credores. Assim, enquanto não se faziam ajustes necessários, o escoamento de crédito se estagnava, o que levou o legislador a editar um novo diploma⁴³. Tanto é que o pedido de concordata pelo empresário significava uma pré-falência⁴⁴.

⁴⁰ VASCONCELOS, 2008, op. cit., p. 122-123.

⁴¹ BEZERRA FILHO, 2001, op. cit., p. 331.

⁴² VALVERDE (1955) *apud* ESTEVEZ, André Fernandes. **Das Origens do Direito Falimentar à Lei Nº 11.101/2005**. In: Revista Jurídica Empresarial, Sapucaia do Sul, ano 3, n. 15, jul/ago. 2010, p. 11-50, p. 27.

⁴³ ALMEIDA, Amador Paes de. **Curso de falência e recuperação de empresa**. 27. ed. rev. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 318-319. 433 p.

⁴⁴ MAGALHÃES, 2014, op. cit., p. 70.

Nelson Abrão bem destaca esta perspectiva negativa da LF:

No vigente Direito positivo brasileiro é marcante a orientação liquidatária, não se tendo consagrado ainda a tendência recuperadora, mesmo porque, por ocasião da elaboração da lei, não se levou em conta o fenômeno empresa, com todas as suas complexas implicações⁴⁵.

Mesmo que o empresário adimplisse com as dívidas quirografárias, para que o juiz exarasse a sentença de encerramento, todos os débitos tributários e demais devidos aos entes públicos deveriam estar quitados, sob pena de convalidação em falência (art. 174, inciso I, LF). Ou seja, a concordata apenas permitia ao devedor que procedesse com a dilatação das dívidas quirografárias, deixando-o refém das demais, de modo que era patente sua insuficiência para recuperar negócios que apenas passavam por dificuldades financeiras⁴⁶.

Destarte, era patente a necessidade de um diploma que atendesse à necessidade não só do mercado, mas de toda a sociedade que, em geral, depende das empresas para seu desenvolvimento, até porque é ela quem suporta os custos econômicos e sociais da bancarrota⁴⁷.

Com a vigência da atual Lei de Recuperação de Empresas (Lei 11.101/2005), doravante denominada LRE, a natureza liquidatária da antiga Lei de Concordatas (Decreto-Lei 7.661/45) foi substituída pelo intento preservacionista⁴⁸. Houve a separação dos conceitos empresário e empresa e os credores passaram a ter mais protagonismo no procedimento⁴⁹.

O legislador foi feliz em dar especial atenção e poder ao credor, tendo em vista que estudos empíricos atestam que o consentimento dos credores, para fins de reorganização e segurança para receberem seus créditos, são sinais positivos para o mercado, que possibilitam o aumento da oferta de crédito⁵⁰.

⁴⁵ ABRÃO, 1997, op. cit., p. 45.

⁴⁶ ARAUJO; FUNCHAL, 2006, op. cit., p. 217.

⁴⁷ JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento. **Custos de falência da legislação falimentar brasileira**. 2014. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 10. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-18032014-153304/pt-br.php>. Acesso em: 09 de junho de 2018.

⁴⁸ TEIXEIRA, 2012, op. cit., p. 182-183.

⁴⁹ TROVO, Beatriz Villas Boas Pimentel. **Captação de recursos por empresas em recuperação judicial e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 8. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-22082014-095725/pt-br.php>. Acesso em: 01 de maio de 2018.

⁵⁰ ARAUJO; FUNCHAL, 2006, op. cit., p. 241.

A amplitude da recuperação de empresas não se esgota no mero adimplemento contratual, mas leva em conta vários fatores, como o emprego, tributos, a importância dos serviços prestados para a sociedade, interesses metaindividuais de todos os que, direta ou indiretamente, sejam afetados pela operação da empresa, o “ativo social”⁵¹, perfazendo, assim, o princípio do impacto social, ou seja, os benefícios decorrentes da atividade empresarial *per se*⁵².

A paridade entre credores resta influenciada neste diploma, *a priori* pelo respeito à isonomia consagrada na Carta de 1988, que, ao ser concretizada na lei infraconstitucional, assume um modelo de adimplemento adequado às desigualdades apresentadas entre eles⁵³.

Ricardo Negrão destaca que a LRE se assenta em três pilares, quais sejam: a fonte produtora, emprego e interesse dos credores⁵⁴.

O artigo 47 da Lei 11.101/2005 estabelece que a preservação da empresa é um valor a ser considerado pelo legislador, credor e pelo judiciário, demonstrando-se que a manutenção da atividade produtiva acarreta benefícios para toda a sociedade brasileira, na medida em que consegue, simultaneamente, garantir interesses do próprio empresário, dos credores, trabalhadores e fisco⁵⁵.

Carlos Domingos enfatiza que a preservação empresarial constitui modo de amparo ao devedor-empresário que, ciente dos benefícios legais que pode auferir, sente-se mais seguro em continuar sua atividade, o que, conseqüentemente, realça o axioma da função social, quando mantém uma empresa que possui influência na sociedade em atividade, gerando-se riquezas para toda a pátria⁵⁶.

Ronaldo Vasconcelos sintetiza, com clareza, o intento do legislador para este novo diploma: “a Lei de Recuperação e Falências deve ser interpretada no sentido de viabilizar um ambiente formal de negociação e de cooperação, estimulando credores e devedor no sentido da solução mais eficiente”, bem como pauta a eficiência como outro valor a ser considerado por todos os integrantes do procedimento, seja o devedor, credor ou magistrado⁵⁷.

⁵¹ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 30.

⁵² TEIXEIRA, 2012, op. cit., p. 183.

⁵³ COELHO, 2016b, op. cit., p. 232.

⁵⁴ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 150.

⁵⁵ ALMEIDA, 2013, op. cit., p. 320.

⁵⁶ DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros. **As fases da recuperação judicial/ de acordo com a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005**. Curitiba: Livraria Jurídica, 2009, p. 78-80. 216.

⁵⁷ VASCONCELOS, 2008, op. cit., p.127.

A mudança legislativa, por uma opção mais moderna e democrática, surtiu de forma contundente seus efeitos positivos para o empresariado. Em tabela divulgada pela Serasa Experian, observam-se os números de concordatas, pedidos de recuperações judiciais e as falências decretadas desde janeiro de 1991 até dezembro de 2017. Extrai-se que, de junho de 2005 até dezembro de 2017 (período de vigência da LRE), o número acumulado de falências decretadas foi de 12.915; enquanto que, no mesmo espaço de tempo em que vigia a antiga Lei de Falências, período compreendido de novembro de 1992 até maio de 2005, o total de falências decretadas foi na ordem de 56.381⁵⁸. Isso revela que a legislação mais recente conseguiu diminuir em 77,1% o número de falências decretadas e, desta forma, preservar mais empregos e manter a atividade produtiva.

2.2 Regras Gerais da Recuperação Judicial

Contempla o legislador as recuperações judicial e extrajudicial do devedor-empresário. Contudo, como o segundo instituto representa a homologação de um acordo perante o crivo do Poder Judiciário, a fim de conceder-lhe maior credibilidade, diga-se de passagem, sem qualquer benesse adicional, depara-se com um instituto mais simples que a recuperação judicial e sem relevo considerável para o deslinde do presente trabalho, inclusive no que toca à complexidade do instituto e pertinência de sua discussão no mundo jurídico.

Ainda, segundo o magistério de Mario Milani, a despeito das diferenças dos dois institutos, estes perseguem a mesma finalidade, quais sejam: preservação da empresa, manutenção de sua função social e atividade produtiva⁵⁹.

Sendo assim, decide-se seguir pela exposição apenas da recuperação judicial, posto que mais completa que sua congênere, além de que não serão alongadas discussões desnecessárias.

A recuperação judicial consiste num trâmite processual complexo, com determinadas solenidades, objetivando-se reverter uma situação de crise significativa, por meio da utilização de efetivos meios para o saneamento

⁵⁸ SERASA EXPERIAN. **Indicador Serasa Experian de Falências de Recuperações**. Disponível em: <www.serasaexperian.com.br/release/indicadores/falencias_concordatas.htm>. Acesso em: 16 de março de 2018.

⁵⁹ MILANI, Mario Sergio. **Lei de Recuperação Judicial, recuperação extrajudicial e falência comentada**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 52-53.

financeiro⁶⁰. Neste procedimento, devem ser demonstradas as dificuldades econômico-financeiras que podem arriscar o pleno funcionamento da empresa, de modo que se extraia a existência de risco concreto a reclamar a tutela do poder judiciário para ser sanado.

Sérgio Campinho entende que o debatido instituto é constituído por uma gama de procedimentos, que devem ser tomados pelo empresário, para que a empresa tenha rentabilidade autossustentável, de modo que as dificuldades financeiras se afastem⁶¹.

A recuperação judicial exige que o devedor preencha os requisitos objetivos de admissibilidade do pedido, insculpidos no artigo 48 da LRE, quais sejam: a) não ser falido; b) empresário com mais de dois anos de exercício no ramo empresarial; c) empresário não ter sido beneficiário de recuperação em menos de cinco anos; e d) não ser o responsável pela empresa condenado por prática de infração tipificada na LRE.

O termo “falido” remete ao trâmite legal da falência e, segundo sua interpretação, pode o empresário-devedor obter recuperação judicial mesmo com processo falimentar em andamento, porém em momento anterior à sentença declaratória de falência⁶², de modo que o protocolo da petição de recuperação é o suficiente para afastar a decretação do referido ato.

Há que se atentar que, quanto ao critério temporal, não basta só a experiência de mais de dois anos na seara empresarial. Na verdade, a lei só tutela o empresário que também ostente tal profissão, desde que a exerça de forma legal (art. 51, inciso V). Sendo assim, o empresário “de fato” não pode se socorrer de nenhuma recuperação por parte desta lei⁶³, quando muito pode sofrer os efeitos da falência, mas nunca da recuperação. A esse respeito, Paes de Almeida entende que, para se preencher o requisito legal de empresário, deve existir inscrição no Registro Público de Empresas Mercantis, consoante determinação do Código Civil⁶⁴.

Sérgio Campinho também consigna que, além da certidão da Junta Comercial, os livros contábeis fazem prova plena de exercício regular da atividade empresarial por parte do empresário. Destaca, também, que se a atividade

⁶⁰ TROVO, 2013, op. cit., p. 11.

⁶¹ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 31.

⁶² MILANI, 2011, op. cit., p. 207.

⁶³ TEIXEIRA, 2012, op. cit., p. 193.

⁶⁴ ALMEIDA, 2013, op. cit., p. 322.

empresarial for perseguida durante o lapso temporal que quer a lei, a mudança de ramo empresarial não constitui óbice para a LRE⁶⁵.

Na mesma senda, Ricardo Negrão entende que a certidão expedida pela Junta Comercial, revelando a data de arquivamento dos documentos necessários para a empresa, constitui documento capaz para perfazer o lapso de tempo exigido pelo legislador. Contudo, ressalta que tal documento pode ser impugnado. Logo, a presunção de veracidade é apenas relativa⁶⁶, sendo mais seguro que o postulante junte aos autos provas mais robustas, a fim de convencer definitivamente o magistrado e não causar delongas desnecessárias no trâmite processual.

O intervalo de cinco anos, como forma de período depurador, serve como seletividade para as empresas que vão buscar a tutela jurisdicional de recuperação, tendo em vista que este tipo de processo frustra o cumprimento de diversos contratos e, ainda, irradia efeitos metaindividuais. Não pode a justiça dar guarida e benesses de forma contínua para empresário com dificuldades, já que o objetivo da recuperação é que, uma vez recuperada a empresa, o devedor consiga administrá-la de forma autônoma e sem qualquer benefício. Trata-se de uma forma de se prezar, inclusive, pelo princípio da boa-fé.

A ausência de condenação criminal deve ser interpretada à luz dos axiomas reinantes na seara penal, constitucional e falimentar, levando-se em conta a presunção de inocência até o trânsito em julgado da sentença condenatória. Da mesma forma que o legislador pretende defender a ordem econômica contra pessoas que fizeram mal-uso de empreender, não pode a empresa ter seu direito de ser reestruturada violado.

Sobre este impasse, Ricardo Negrão entende pela existência da supremacia do interesse da empresa. Logo, o crime cometido pelo devedor, ao invés de acarretar em indeferimento da inicial, poderia ser relevado caso ele transferisse a administração para outrem⁶⁷, de modo que o procedimento judicial poderia prosseguir sem qualquer embaraço.

Sérgio Campinho milita no mesmo sentido ao prever, como melhor medida, o afastamento de cargos de gestão de pessoas sem idoneidade, para que a

⁶⁵ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 135.

⁶⁶ NEGRÃO, 2018, op. cit., 153.

⁶⁷ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 156.

empresa continue suas operações, destacando, contudo, que a continuidade está vinculada a viabilidade da empresa⁶⁸.

A recuperação judicial, ao contrário da concordata, prescinde de demonstração de título protestado ou superioridade de ativos em relação ao passivo (até porque, geralmente, isto é uma utopia). Além disso, não só os quirografários são abarcados pela lei⁶⁹, o que mostra que o legislador conseguiu criar condições adequadas à realidade do empresário.

Feitas as considerações acerca da admissibilidade do pedido de recuperação, o passo fundamental para que ela seja não só aceita, mas deferida pelo julgador, são os documentos obrigatórios que devem constar na peça inaugural.

A petição inicial deve esclarecer, como causa de pedir, os infortúnios que atingiram a empresa e que, conseqüentemente, levaram o postulante a buscar a tutela ora estudada, sendo esta necessidade imperiosa o interesse de agir. Ademais, basta a instrução com demonstrações contábeis, relação de credores e empregados, certidão expedida pelo Registro Público de Empresas, junto dos respectivos documentos atinentes a cada caso em concreto, a relação de bens dos sócios, extratos bancários, certidões de protestos, e, por fim, lista de todas as ações que o postulante figure como parte.

Atente-se que os documentos retro serão analisados pelo magistrado sem juízo de valor, apenas para fins de se deferir o despacho de processamento, sendo que o destinatário final deles serão os credores, a fim de tornar pública a situação econômico-financeira da empresa e convencê-los de que o plano pode ser cumprido, pois presentes o histórico do devedor e capacidade de geração de caixa⁷⁰.

O referido ponto revela uma diferença marcante entre os dois diplomas falimentares ora estudados, conforme explica Mario Milani:

Com efeito, no regime anterior o deferimento do processamento da concordata se dava *ope legis*, vale dizer, estava condicionado, basicamente, ao preenchimento dos requisitos legais formais, independentemente da opinião dos credores.

[...]

A partir da vigência da atual lei, ainda que os juízes continuem adotando certa temperança, de nada adiantará uma *exposição estereotipada*, na

⁶⁸ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 139.

⁶⁹ MILANI, 2011, op. cit., p. 212.

⁷⁰ MILANI, loc. cit., p. 233-234.

medida em que os credores passam a participar efetivamente do plano de recuperação judicial [...]”⁷¹

Sendo assim, deve o requerente ser cuidadoso com os documentos e suas respectivas qualidades, posto que serão usados pelos credores para a concessão da RJ. Por conseguinte, provas de saúde, transparência e veracidade são elementares para conquistar a confiança dos credores votantes.

Não é difícil perceber que a exigência de certidões de distribuição de processos em que o devedor figure como parte serve, exatamente, para que o credor possa analisar a viabilidade da empresa, tendo em vista que, em relação a determinados assuntos, os tribunais já têm decisões sólidas, o que torna possível a previsibilidade do “custo-direito”⁷².

Interessante salientar a consequência jurídica do descumprimento do rol dos documentos do artigo 52, posto a divergência doutrinária que paira sobre o tema. Há quem advogue no sentido da extinção do feito sem resolução do mérito⁷³, mas também quem ensine que o correto é a decretação da falência⁷⁴.

A LRE, embora constitua norma especial e que regula todo o processo falimentar, não pode ser interpretada de forma isolada do restante do ordenamento jurídico pátrio, motivo pelo qual entende Negrão que a questão em tela é de cunho processual e pode ser resolvida quando se usa a subsidiariedade do CPC. Sendo assim, a desordem na documentação abarcada nos autos pelo devedor pode ser resolvida por meio da determinação de emenda à inicial, ou complementação dos documentos exigidos na lei. Neste caso, havendo desobediência, o indeferimento da inicial é a medida que se impõe⁷⁵.

O artigo 73 informa quais as causas legais de convolação de recuperação em falência. Porém, em nenhuma das hipóteses consta a instrução deficiente da inicial de recuperação. Logo, neste caso, a decretação de falência seria, inclusive, ilegal. Dessa forma, como a LRE não convencionou nenhuma consequência jurídica, a solução é a aplicação subsidiária do Código de Processo Civil, para que a inicial seja considerada inepta e, se configurado o fim protelatório

⁷¹ MILANI, 2011, op. cit., p. 232.

⁷² NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 194.

⁷³ MILANI, loc. cit., p. 210.

⁷⁴ COELHO, 2016b, op. cit., p. 377.

⁷⁵ NEGRÃO, loc. cit., p. 194.

do devedor, o reconhecimento de litigância de má-fé, com as respectivas penalidades.

A segurança jurídica também deve ser levada em consideração. Se o espírito da lei é da preservação da empresa, as causas de convação em falência assumem caráter *numerus clausus*, ou seja, são taxativas, de modo que a convação fora das referidas hipóteses acarretaria significativa insegurança nos meios jurídicos, principalmente diante dos mais variados entendimentos em sede de primeiro grau, motivo pelo qual se opta pela extinção do feito sem resolução do mérito.

Sérgio Campinho advoga a mesma ideia, afirmando que inexistente previsão legal que autorize o decreto da falência quando o pedido inicial não puder ser processado. Além disso, diante da natureza sancionatória da falência, esta só pode se configurar quando o legislador expressamente a determinar⁷⁶.

Enfrentado o incidente acima, conclui-se por duas vias para a peça inaugural que busca a recuperação: a) se insuficientemente instruída, mesmo com oportunidades para sanar o problema, cabe ao pretor acatar a inépcia da inicial e extinguir o feito; b) se suficientemente instruída, é de rigor que seja proferido o despacho de processamento (art. 5). Apesar da nomenclatura utilizada, esta última decisão não tem natureza jurídica de despacho, mas de decisão interlocutória, posto sua carga decisiva.

O despacho de processamento indica que o pedido foi feito de forma regular e, portanto, a recuperação poderá tramitar no judiciário, além de gerar direitos e deveres para o postulante perante o juízo que deferiu tal medida. É mister salientar que o limite subjetivo a quem os efeitos do referido ato processual atingirão compreende os credores abarcados pelo plano e não os demais⁷⁷.

A demonstração de contas mensais visa demonstrar a verdade real da empresa, estimular a transparência e, conseqüentemente, disponibilizar um histórico para que os interessados consigam verificar a evolução dela com o uso do procedimento judicial em tela. Para que este ônus seja cumprido de forma satisfatória, devem ser observados o dever de cooperação (em especial com o administrador judicial) e a boa-fé objetiva.

⁷⁶ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 146.

⁷⁷ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 164.

Segundo Perez⁷⁸, canais de maior diálogo e transparência devem ser abertos entre todos os integrantes do processo após a concessão da recuperação, como fator atenuante de conflitos de interesses. Entretanto, discorda-se desta posição em razão da lógica do processo recuperacional, pois, se a transparência pode auxiliar na conquista de confiança dos integrantes da lide e, sendo esta elemento-chave para a aprovação do plano de recuperação, a conjectura mais sensata é a de que o requerente deve adotar práticas mais transparentes desde o momento do requerimento da benesse ora guerreada, até mesmo porque a aprovação do PRJ é tão complexa quanto sua exitosa execução.

O axioma da transparência tem, nesta fase do processo, crucial importância, posto que a decisão e atitude do credor sejam determinantes para o caminho da recuperação, ou falência. Sendo assim, quanto mais informado ele estiver, maior será sua segurança para se manifestar no feito, de modo que atitudes transparentes favorecem acordos e ambiente de confiança⁷⁹.

Não há, contudo, como assegurar que o devedor que seja claro em prestar todas as informações que lhe forem solicitadas terá concedida a recuperação judicial, pois os credores, caso visualizem um estado econômico-financeiro crítico, podem optar pela falência como opção menos desgastante. Mesmo assim, prevalece o dever de informar.

O ponto em debate é relativo, tendo em vista que as informações colhidas devem, também, ser checadas em conjunto com o plano de recuperação apresentado pelo devedor, ou um alternativo, para que uma decisão firme e segura possa ser tomada com a deliberação que é necessária, prevalecendo, aqui, o provérbio de Sêneca: “se não sabes a que porto te diriges, nenhum vento te será favorável”.

O benefício da suspensão dos processos, certamente, é a pedra de toque para o devedor, tendo em vista que haverá a suspensão das ações contra o recuperando (respeitadas as limitações legais) e seu patrimônio estará resguardado de eventuais execuções por até 180 dias.

⁷⁸ PEREZ, 2007, op. cit., p. 78.

⁷⁹ MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano; CERZETTI, Sheila Christina Neder. **Transparência e Divulgação de Informações nos Casos de Recuperação Judicial de Empresas.** In: Direito Recuperacional II: Aspectos Teóricos e Práticos (DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo; ANTONIO, Nilva M. Leonardi – Coord.). Vol.2. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 79-105, p. 89.

Caso não haja votação do plano até esse prazo por razões alheias ao comportamento do devedor, é lícita a sua elasticidade⁸⁰. Estará, então, o devedor mais aliviado para que possa cumprir a próxima etapa, que é a elaboração do plano de recuperação judicial, de modo que não precisa se preocupar com medidas expropriatórias do seu patrimônio⁸¹.

Ademais, se o bem for de natureza essencial para o desenvolvimento da atividade produtiva do devedor, pode o juízo da falência revogar o ato construtivo, a depender do tipo de credor embasado na ideia de preservação do empreendimento. Não bastando a disposição legal, a jurisprudência também advoga neste sentido, como bem se percebe dos ementários abaixo citados:

[...]

2. O propósito recursal é decidir se a ação de busca e apreensão deve prosseguir em relação à empresa em recuperação judicial, quando o bem alienado fiduciariamente é indispensável à sua atividade produtiva.

[...]

4. O mero decurso do prazo de 180 dias previsto no art. 6º, § 4º, da LFRE não é bastante para, isoladamente, autorizar a retomada das demandas movidas contra o devedor, uma vez que a suspensão também encontra fundamento nos arts. 47 e 49 daquele diploma legal, cujo objetivo é garantir a preservação da empresa e a manutenção dos bens de capital essenciais à atividade na posse da recuperanda.

Precedentes.

5. Apesar de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis não se submeter aos efeitos da recuperação judicial, o juízo universal é competente para avaliar se o bem é indispensável à atividade produtiva da recuperanda. Nessas hipóteses, não se permite a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial (art. 49, §3º, da Lei 11.101/05).
Precedentes.

6. Recurso especial conhecido e parcialmente provido⁸².

O mesmo entendimento pode se aplicar a outras espécies de credores extraconcursais, desde que haja risco de efetivo prejuízo tanto para a preservação da empresa, quanto para o cumprimento do plano. Assim, extrai-se que o despacho de processamento é um ato de suma importância para o devedor empresário e ponto de partida para que ele consiga se organizar de forma a reerguer a empresa objeto de tutela judicial.

A dispensa de apresentação de certidões negativas é outra benesse da qual dispõe o devedor, como forma de que seus contratos tenham continuidade, de

⁸⁰ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 175.

⁸¹ CAMPINHO, loc. cit., p. 153.

⁸² REsp 1660893/MG, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 08/08/2017, DJe 14/08/2017.

forma a não se causar maiores embaraços supervenientes ao pedido de recuperação.

A nomeação do administrador judicial também decorre no despacho de processamento. O artigo 22 da LRE taxa todas as incumbências e atribuições do referido ente, porém, a nomenclatura é confusa, tendo em vista que o termo “administrador” sugere que aquele que for nomeado cuidará de assuntos referentes à gestão da empresa em crise. Bem coloca Negrão quando declara que as atividades do administrador judicial são, em sua maior parte, de fiscalização⁸³.

Só haverá intervenção do administrador judicial na gestão da empresa recuperanda quando o seu administrador for retirado do referido posto. Além disso, terá este ônus enquanto não for eleito o gestor judicial, nos termos da LRE⁸⁴.

Como existe a possibilidade de nomeação de pessoa jurídica para exercer o referido cargo, Campinho faz uma ressalva, qual seja, a de que a pessoa jurídica deve possuir experiência com o tipo de procedimento em tela⁸⁵.

Em relação à fiscalização, o Comitê de Credores é órgão facultativo na recuperação judicial, que deve ser criado quando houver conveniência para tanto, pois seus gastos, salvo exceções, são cobertos pelos próprios credores. O referido organismo serve para defender os interesses da massa de credores, fiscalizar o administrador judicial, acompanhar o cumprimento do plano de recuperação e do processo em geral⁸⁶. Em suma, dentre outras atividades, visa resguardar o interesse dos credores.

Além disso, a exigência de intimação do *parquet* revela a cautela estatal ao deferir o processamento da RJ, pois constitui mais um órgão fiscalizador deste procedimento judicial, sendo, portanto, três os órgãos destinados a fiscalizar toda a reestruturação da empresa.

Tais funções são de extrema importância para o processo, pois se espera que os interesses dos credores estejam longe de erros e omissões. Tamanho é o compromisso que se presta que qualquer falha decorrente de dolo ou culpa acarreta em responsabilidade civil, nos termos do artigo 32 da LRE, sem prejuízo de eventual destituição, nos termos do artigo 31 do mesmo diploma. Campinho enfatiza que o dolo é tão grave para a recuperação que nem mesmo um ato praticado pelo

⁸³ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 101.

⁸⁴ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 72.

⁸⁵ CAMPINHO, loc. cit., p. 73.

⁸⁶ NEGRÃO, loc. cit., p. 203-204.

administrador judicial, com autorização judicial, pode ser convalidado se provado que, embora estivesse formalmente lícito, era eivado com dolo⁸⁷.

O dever de zelo pela incumbência não deve ser respeitado apenas por questões de responsabilidade, mas também pelo fato da penalidade de impedimento, posto que o administrador judicial, ou o membro do comitê de credores, pode ser impedido de exercer o referido cargo, em razão de parentesco ou por terem cumprido suas funções de forma desidiosa (razões de destituição, falha na prestação de contas e outras)⁸⁸.

Ademais, a partir do momento que o recuperando ingressa com a ação requerendo a recuperação judicial, este já contará com determinadas restrições legais quanto à administração do patrimônio da empresa, como é o caso de qualquer medida que acarrete em oneração ao ativo permanente⁸⁹. Logo, infere-se que, depois do despacho de processamento, a respeito da figura do administrador judicial e, eventualmente, do comitê de credores, a fiscalização sobre tais atos seja mais detalhada e haja virtualmente maior transparência⁹⁰.

Ressalte-se que os atos que necessitam de autorização judicial ou dos credores, para que se perfaçam conforme a lei, inclusive com fiscalização dos órgãos retro citados, não serão invalidados em caso de insucesso do plano, até porque se procederam conforme os mandamentos legais, não havendo, então, insegurança jurídica, exceto se houver fraude devidamente comprovada, mas que na forma aparentavam regularidade⁹¹.

Por quanto o exposto, não deve o requerente se iludir ou se acomodar com os parcos benefícios conseguidos no já citado despacho, pois estará sob intensa fiscalização de vários entes processuais e, caso haja intuito fraudulento, poderá ser destituído da administração da empresa, nos termos do artigo 64 da LRE. Além disso, caso entendam os credores que uma das causas do problema é a administração, nada impede o efetivo afastamento do devedor, com o intuito de gerar credibilidade e acautelar os ânimos (art. 64, inciso VI, LRE), como ocorreu com a OI S/A.

⁸⁷ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 83.

⁸⁸ CAMPINHO, loc. cit., p. 105.

⁸⁹ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 165.

⁹⁰ DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento das empresas em crise**. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, p. 190. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27082013-114525/pt-br.php>. Acesso em: 10 de junho de 2018.

⁹¹ CAMPINHO, loc. cit., p. 192.

2.2.1 Etapas do procedimento da recuperação judicial

Segundo Negrão, há três tipos de decisões importantes na RJ, quais sejam: o despacho de processamento, a sentença concessiva e a sentença de cumprimento. Explica o autor que a primeira delas apenas verifica o preenchimento dos requisitos legais, sem adentrar ao mérito⁹². Logo, para que a reestruturação seja exitosa, o devedor deve se esforçar para que o plano seja aprovado e cumprido.

Publicado o despacho de processamento, deve o recuperando apresentar o Plano de Recuperação Judicial em sessenta dias, sob pena de convalidação em falência. Para que seja apto, ele deve: a) demonstrar quais os meios serão usados para recuperar a empresa, b) ser acompanhado de provas que infirmem a sua viabilidade (possibilidade de recuperação)⁹³; e c) laudo econômico-financeiro.

Muito embora a legislação em comento estipule o prazo para apresentação do PRJ, ressalta Perez que a gravidade da crise determina com quanta rapidez deverá ser elaborado e colocado em prática o referido plano⁹⁴. Em complemento, Campinho elucida que o prazo de apresentação é peremptório, ou seja, impossível sua elasticidade⁹⁵.

O artigo 50 da LRE estabelece algumas formas que o devedor-empresário pode usar para se recuperar, mas é preciso reforçar que este dispositivo não é taxativo, de modo que é possível, portanto, usar outros meios que atinjam o objetivo da lei, desde que eles sejam lícitos⁹⁶. Os meios dispostos pelo legislador podem ter natureza remissória, dilatária e com predominância sobre o perfil da empresa. Contudo, mesmo com a diversidade, não podem ser escolhidos a esmo, mas com coerência entre a causa que originou a dificuldade e o meio adequado para saná-la⁹⁷.

Aristides Malheiros ressalta que o legislador errou ao conceber, como sinal de viabilidade de recuperação, a diferença entre o ativo e o passivo da

⁹² NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 155.

⁹³ TEIXEIRA, 2012, op. cit., p. 197.

⁹⁴ PEREZ, 2007, op. cit., p. 107.

⁹⁵ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 171.

⁹⁶ TEIXEIRA, loc. cit., p. 194.

⁹⁷ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 170.

empresa. O correto seria indicar o fluxo de caixa, que consegue definir com maior precisão a possibilidade de adimplir o plano e, portanto, atestar sua viabilidade⁹⁸.

O artigo 54 estabelece limites específicos ao plano, relativos a débitos trabalhistas. Além disso, para cada tipo de débito, é elementar a verificação do regimento jurídico aplicável àquele contrato, de modo que os limites da elaboração do plano estão espalhados por todo o ordenamento jurídico. Em outras palavras, a LRE não exonera o devedor de seguir a regência normativa relativa ao meio de recuperação eleito. Por exemplo, para eventual alteração societária na empresa recuperanda, deve-se seguir o disposto no CC ou LSA⁹⁹.

Ressalta Negrão que, como a LRE é flexível, pode o recuperando fazer os arranjos necessários para estabelecer seus meios recuperatórios, porém, é elementar que haja consultoria especializada para acompanhar tais procedimentos¹⁰⁰.

Para Campinho, o limite imposto pelo legislador para honrar os créditos de natureza trabalhista constitui condição de validade do plano¹⁰¹.

Ainda sobre a margem de acordo entre credor e devedor, ressalta Manoel Justino de Bezerra Filho ser inaplicável o acordo processual estabelecido no artigo 190 do CPC, tendo em vista que o procedimento processual ora guerreado já é, por si só, complexo e concede momentos para transações entre as respectivas partes, restando o disposto no codex processual inútil e fato gerador de tumulto processual (informação verbal)¹⁰².

Fábio Ulhoa Coelho ensina que o referido plano possui quatro limites: regularização de débitos trabalhistas no período máximo de um ano; parcelamento de débito com o fisco; supressão ou substituição de garantia pignoratícia ou real, que somente é válida com a expressa anuência do respectivo credor; e a conversão de crédito em moeda estrangeira para o real, que também exige anuência expressa do credor (desde que a conversão seja diferente daquilo que foi originariamente

⁹⁸ MALHEIROS, Aristides. **Plano de recuperação – isso funciona?** *In*: Revista do Advogado – AASP, v. 29, 105, p. 21-28, p. 26, 2009.

⁹⁹ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 166.

¹⁰⁰ NEGRÃO, loc. cit., p. 198.

¹⁰¹ CAMPINHO, loc. cit., p. 171.

¹⁰² Informação obtida pelo Dr. Manoel Justino Bezerra Filho em palestra ministrada no I Congresso de Direito Empresarial de Presidente Prudente em 19/04/2018.

acordado). Deve, ainda, o devedor demonstrar cabalmente o binômio “meio de recuperação e viabilidade econômica”¹⁰³.

Segundo Beatriz Trovo: “empresas em crise necessitam, durante sua recuperação, de caixa não só para implementar seu plano e efetivar sua reestruturação, mas também para garantir a continuidade das atividades”¹⁰⁴.

Extrai-se do excerto acima um impasse para o recuperando, tendo em vista que a sua necessidade de crédito vai de encontro com a escassez de credores dispostos a fornecê-lo, posto que a taxa de recuperação de crédito é baixa para mutuantes deste perfil, de modo que, quando fornecem referido crédito, é sob alto custo¹⁰⁵.

A elaboração do referido plano é de extrema importância e fator decisivo para toda a recuperação da empresa, tendo em vista que deve comungar o interesse dos credores e o interesse da empresa. O plano, essencialmente, deve ser claro em mostrar uma solução realista e atingível por meio de ações, estratégias e resultados projetados, de modo que as medidas ali elencadas sejam definitivas¹⁰⁶.

Por meio das características elementares do plano, consegue-se segregar as empresas viáveis das não viáveis. Tarcício Teixeira entende que a lei em comento só é aplicável aos empreendimentos que possam ser saneados, sendo a falência destinada àqueles inviáveis¹⁰⁷. Contudo, existe o risco de concessão da RJ para empreendimentos inviáveis, que será usada apenas para postergar um futuro processo falimentar, causando-se mais prejuízos¹⁰⁸.

Além de um bom plano, como já foi citado, um bom administrador é de suma importância para que o plano seja concretizado. Por esta razão se reforça que a administração deve ser priorizada e discutida no plano, como bem consignado no excerto:

A Lei n. 11.101, de 2005, distancia-se de todas as anteriores legislações falimentares porque distingue ‘empresa’ e ‘empresário’, concentrando a tutela legal à primeira, de tal modo que, se necessário, impõe o afastamento do último para preservá-la¹⁰⁹.

¹⁰³ COELHO, 2016, op. cit., p. 389-390.

¹⁰⁴ TROVO, 2013, op. cit., p. 17.

¹⁰⁵ ARAUJO; FUNCHAL, 2006, op. cit., p. 218.

¹⁰⁶ PEREZ, 2008, op. cit., p. 76.

¹⁰⁷ TEIXEIRA, 2012, op. cit., p. 184.

¹⁰⁸ JUPETIPE, 2014, op. cit., p. 11.

¹⁰⁹ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 150.

Campinho esclarece que a LRE visa à recuperação da empresa, levando-se em conta sua atividade produtiva, e não à pessoa física do empresário, enfatizando que, se necessário, como medida de saneamento, este deve ser afastado^{110 111}.

O artigo 55, § 3º, autoriza que os credores também possam elaborar plano alternativo, desde que com anuência do devedor e em respeito aos direitos dos credores ausentes. Sendo assim, é de rigor que todos os integrantes do procedimento judicial ora debatido tenham plena ciência que a cooperação entre si é imperativa.

De acordo com essa Lei, todos os *stakeholders*, conjuntamente com os sócios/acionistas, da empresa claudicante devem concentrar esforços e até abrir mão de determinados direitos, óbvio, quando possível, visando atingir um bem maior, qual seja, a continuidade da atividade empresarial¹¹².

Extrai-se que o esforço destinado à continuidade da empresa é coletivo e não só preocupação do devedor empresário, de modo que o plano estabelecido pelos credores deve revelar um esforço para efetiva cooperação.

Os credores usarão as informações contidas na inicial para checar a viabilidade empresarial e sua respectiva capacidade de recuperação conforme o PRJ proposto. Logo, é de suma importância a sua correta instrução, para aferir se é possível ou não, e se necessita de alguma mudança para ser aceitável, conforme leciona Luiz Ayoub e Cássio Cavali:

À empresa devedora compete apresentar a seus credores um plano de recuperação judicial. Aos credores compete analisar o plano e deliberar pela sua aprovação, modificação ou rejeição. Para que os credores possam apreciar o plano de recuperação judicial, de modo a saber se o plano é sério e a empresa é viável, eles necessitam ter acesso a informações contábeis mais detalhadas¹¹³.

O que é proposto pelo plano deve ser capaz de deixar o credor confiante na solução da dificuldade financeira, por meio da negociação e não da

¹¹⁰ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 34.

¹¹¹ MAGALHÃES, 2014, op. cit., p. 51.

¹¹² MAGALHÃES, loc. cit., p. 38.

¹¹³ AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 94.

procrastinação, pois só assim haverá maior probabilidade de adesão de todos eles¹¹⁴.

Infere-se que é imperativa a construção de soluções compartilhadas que sejam convincentes, pois é de enorme peso a figura do credor para a reestruturação do empreendimento. Inexistindo tais elementos, é lícita a deliberação de credores com o fim especial de se decretar a falência, por se mostrar mais viável nos termos do Art. 73, inciso I da LRE.

Apresentado o plano, cabe ao magistrado verificar a legalidade dele e abrir prazo para eventuais objeções interpostas pelos credores. Caso o plano esteja em consonância com ordenamento jurídico e não havendo objeção, não há que se falar em maior profundidade no que foi ajustado com os credores. A lei é clara em dispor que, caso todas as partes entendam regulares as cláusulas, é de rigor a homologação do plano pelo juiz competente (art. 58, LRE)¹¹⁵.

Entretanto, quando existe objeção, ordena o legislador que seja convocada a Assembleia-Geral de Credores, para que haja a respectiva deliberação nos termos do artigo 56 da LRE, o que gera dubiedade na interpretação.

Para que a objeção seja válida, deve ser fundamentada e pertinente ao plano, bem como o credor deve ser legítimo para aventá-la, ou seja, deve ter seu crédito sujeito ao PRJ¹¹⁶.

Se o magistrado reputar a objeção como apta, para que ela seja completamente dirimida é preciso se atentar para o assunto a ser analisado, pois a competência do julgamento muda e, por isso, o trâmite processual estabelecido pelo legislador pode ser flexibilizado. Assim, a interpretação deve ser cautelosa.

Há que se esclarecer que, no tocante ao procedimento que cuida da recuperação judicial, a jurisdição é dividida entre a competência do magistrado, também chamada de legal, e a dos credores, que se aqui se denomina de recuperacional. Ambas devem ser harmônicas para que o procedimento consiga ter uma sentença de encerramento.

Pois bem, é assente na academia e na jurisprudência que o magistrado deve zelar pela legalidade do processo, inclusive pelas manifestações exaradas

¹¹⁴ PEREZ, 2007, op. cit., p. 86-87.

¹¹⁵ DOMINGOS, 2009, op. cit., p. 70.

¹¹⁶ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 200.

pelas partes e por terceiros, como forma de se garantir o bom andamento do feito e se evitar injustiças.

Desta feita, infere-se que a soberania dos credores deve se ater aos assuntos recuperatórios da lide. Em outras palavras, cabe-lhes a administração da recuperação, em conjunto com o devedor, para satisfazer o melhor resultado útil do processo.

O Enunciado nº 46 da I Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal é claro: “não compete ao juiz deixar de conceder a recuperação judicial ou de homologar a extrajudicial com fundamento na análise econômico-financeira do plano de recuperação aprovado pelos credores”.

O presente enunciado consegue firmar, de forma clara, o que se busca, qual seja a correta separação de poderes entre credor e magistrado. Ora, se este não pode analisar o plano em sua vertente econômica, deve fazê-lo apenas na vertente legal e, se possível, antes da votação, para que o plano proposto esteja sanado de eventual vício.

Ante os argumentos acima expostos, entende-se pela necessidade de flexibilização do art. 56, de modo que não é toda e qualquer objeção que irá para a Assembleia-Geral dos Credores. Logo, se a objeção for de natureza jurídica, caberá ao juiz dirimi-la. Por outro lado, se ela tratar de assuntos econômico-financeiros do plano, é mister a convocação da AGC para deliberar sobre ele.

Ademais, como a natureza jurídica do PRJ é de um contrato judicial, cabe ao magistrado checar a legalidade e legitimidade daquilo que foi acordado¹¹⁷, sem necessidade de adentrar a fundo no mérito da questão¹¹⁸.

Com a edição do *codex* processual civil em 2015, priorizou-se a celeridade e a economicidade dos atos processuais, de modo que a prestação jurisdicional se tornasse mais enxuta e eficiente. A segregação das competências, como acima exposto, consegue concretizar os axiomas ora citados, na medida em que a checagem de legalidade *ex ante*, pelo juízo recuperacional, consegue evitar que mais recursos cheguem aos tribunais objetivando a anulação do plano em sede de ilegalidade. Diminui-se, assim, o tempo e custos da máquina pública, bem como os decorrentes das sucessivas convocações dos credores para a reunião assemblear.

¹¹⁷ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 181.

¹¹⁸ DIAS, 2012, op. cit., p. 54-55.

A Assembleia-Geral dos Credores é órgão que congloba todos os credores, votantes e não votantes, conforme o enquadramento nos respectivos créditos¹¹⁹, para que deliberem acerca dos temas estritamente elencados pelo legislador (art. 35, LRE). Em geral, são de interesse do processo e, conseqüentemente, deles também. Por esta razão, aqueles que não têm poder de voto podem fazer apontamentos necessários para o deslinde do feito. Ante à diversidade de temas, o que interessa é a sua competência para analisar o plano de recuperação (art. 35, inciso I, LRE) e julgá-lo de forma colegiada com os credores.

A votação para a aprovação do plano de recuperação é feita pelos credores concursais (os afetados pelo plano de recuperação) e, mesmo assim, somente aqueles que tiverem alguma alteração no seu crédito ou forma de pagamento dele decorrente do plano (art. 45, §3º, LRE). Desta forma, o número de pessoas com poder de voto é limitado e melhor quantificado.

Conforme determinação legal feita no artigo 45, cabeça e todos seus parágrafos, o plano, para ser concedido, exige aprovação em todas as classes de credores. Porém, Campinho ressalta que haverá trâmite diferenciado para a votação em cada classe¹²⁰.

A aprovação em cada grupo deve observar o disposto na LRE, pois o credor de crédito trabalhista, microempresário e pequeno empreendedor aprovam quando suas classes obtêm a maioria de votos por cabeça em relação aos presentes (art. 45, §2º, LRE). Já os credores de garantia real e quirografários aprovam quando obtêm mais da metade dos créditos de votos em relação aos presentes e, também, pela maioria simples dos votos de cabeças em relação aos que lá estão (art. 45, §1º). Este sistema é denominado de dupla maioria¹²¹.

Quando convocada a AGC e não se obtiver o total de votos na forma exigida pela lei, pode o juiz usar mecanismo que lhe é delegado para conceder a recuperação judicial com apoio substancial de credores, desde que atendidos o disposto no artigo 58, parágrafo 1º da LRE, como forma de se preservar a empresa em detrimento da sua não aprovação pela maioria exigida por lei^{122 123}.

¹¹⁹ CAMPINHO, 2018, op cit., p. 87.

¹²⁰ CAMPINHO, loc. cit., p. 94.

¹²¹ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 142.

¹²² COELHO, 2016, p. 391.

¹²³ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 94.

Como o voto traduz uma expressão de vontade, portanto de caráter subjetivo, é essencial destacar que quando o credor constitui parte num processo de recuperação judicial, não poderá ser egoísta a ponto de desprezar os demais interesses que orbitam ao redor do procedimento. Como inexistente disposição legal que fixe todas as causas de invalidade assemblear, são consideradas inválidas todas aquelas que materialmente colidem com interesses da empresa recuperanda, bem como as exigências legais que não forem cumpridas¹²⁴.

Se, mesmo havida a votação, o devedor não ter conseguido convencer os credores de seu plano, nem conseguido a intervenção judicial na votação para a concessão compulsória da recuperação judicial, não há outro caminho senão a falência (art. 56, §4º, LRE).

A rejeição do plano pelos credores abre azo à discussão sobre a parcialidade destes, em especial quando o credor também é concorrente do devedor e, portanto, seu voto pode estar maculado caso seja proferido contra os princípios do diploma recuperacional.

Newton De Lucca enfrenta o assunto, abordando que o voto abusivo não tem tratamento jurídico na Lei 11.101/05. No entanto, isso não seria óbice para encontrar solução, tendo em vista que o magistrado pode se valer de outros mecanismos. Logo, a solução seria encontrada com analogia à Lei 6.404/76, pois esta prescreve que o voto conflitante pode ser anulado (art. 115, §4º). Por conseguinte, o voto proferido contra o plano de recuperação seria considerado conflitante e, por isso, teria, para ser válido, de ser fundamentado, constituindo inclusive delito contra a ordem econômica (art. 20, inciso V da Lei 8.884/94), pois o voto sem fundamento, contra o plano de recuperação, que levasse a falência, “criaria o dificuldades ao desenvolvimento da concorrente”, ressaltando ainda que o juiz não é “inocente útil”, por isso deve analisar o mérito do que foi decidido em Assembleia¹²⁵.

¹²⁴ CAMPINHO, loc. cit., p. 99.

¹²⁵ DE LUCCA, Newton. **Abuso do Direito de Voto de Credor na Assembleia Geral de Credores prevista nos Arts. 35 a 46 da Lei 11.101/05**. In: *Direito Recuperacional II: Aspectos Teóricos e Práticos* (DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo; ANTONIO, Nilva M. Leonardi – Coord.). Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 223-249, p. 225-231.

Em posição contrária, Fábio Ulhoa Coelho entende que, quando a decisão colegiada dos credores é firme no sentido de rejeitar o plano, deve o magistrado decretar a falência¹²⁶.

Ricardo Negrão ensina que o juiz não é expectador, mas o ente processual que deve analisar as provas com liberdade e, assim, basear seu julgamento¹²⁷.

Dispõe o Enunciado nº 44 da I Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal que “a homologação de plano de recuperação judicial aprovado pelos credores está sujeita ao controle judicial de legalidade”.

Infere-se que sobre o plano de recuperação aprovado incide a figura do juiz como fiscal da lei, para verificar se há, no caso em concreto, o uso abusivo de direito por qualquer das partes. Se houver a invalidade do ato, será a medida a se impor, como é o exemplo do voto do credor que atente contra as regras e axiomas insculpidos na LRE.

Merece destaque o entendimento de Newton de Lucca na explicação retro, quando entendeu que o voto contrário à aprovação seria presumidamente um ato ilícito, desde que infundado, bem como constituiria crime contra a ordem econômica por atrasar o desenvolvimento da empresa.

O arbítrio sobre a aprovação, rejeição ou modificação do plano é dos credores. Contudo, uma interpretação conforme o princípio da preservação da empresa leva à ideia de que o voto contrário deve ser fundado em razões que infirmem cabalmente que a recuperação é inviável ao caso em concreto, já que vai em sentido diametralmente oposto ao que desejou o legislador.

Os tribunais já têm o assunto como pacificado, ao entender que o Poder Judiciário pode intervir na votação para fins de controle de legalidade.

RECURSO ESPECIAL. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. APROVAÇÃO DE PLANO PELA ASSEMBLEIA DE CREDORES. INGERÊNCIA JUDICIAL. IMPOSSIBILIDADE. CONTROLE DE LEGALIDADE DAS DISPOSIÇÕES DO PLANO. POSSIBILIDADE. RECURSO IMPROVIDO.

1. A assembleia de credores é soberana em suas decisões quanto aos planos de recuperação judicial. Contudo, as deliberações desse plano estão sujeitas aos requisitos de validade dos atos jurídicos em geral, requisitos esses que estão sujeitos a controle judicial.

2. Recurso especial conhecido e não provido¹²⁸.

¹²⁶ COELHO, 2016, op. cit., p. 391.

¹²⁷ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 209.

DIREITO EMPRESARIAL. PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL. APROVAÇÃO EM ASSEMBLEIA. CONTROLE DE LEGALIDADE. VIABILIDADE ECONÔMICO-FINANCEIRA. CONTROLE JUDICIAL. IMPOSSIBILIDADE.

1. Cumpridas as exigências legais, o juiz deve conceder a recuperação judicial do devedor cujo plano tenha sido aprovado em assembleia (art. 58, caput, da Lei n. 11.101/2005), não lhe sendo dado se imiscuir no aspecto da viabilidade econômica da empresa, uma vez que tal questão é de exclusiva apreciação assemblear.

2. O magistrado deve exercer o controle de legalidade do plano de recuperação - no que se insere o repúdio à fraude e ao abuso de direito -, mas não o controle de sua viabilidade econômica. Nesse sentido, Enunciados n. 44 e 46 da I Jornada de Direito Comercial CJF/STJ.

3. Recurso especial não provido¹²⁹.

A questão sobre a relação entre o voto desfavorável e a ocorrência de crime econômica se revela um tanto extrema e desproporcional, posto que a teoria do crime exige uma série de requisitos para que este seja considerado consumado, em especial com provas contundentes, de modo que o simples voto de rejeição ao plano não é suficiente para consumir um crime, até porque, se assim fosse, estaria mitigado o contraditório e a ampla defesa. Se a empresa está em recuperação judicial, enfrentando dificuldade em seu desenvolvimento, isso não é devido ao voto, mas sim às condições anteriores ao pedido de recuperação judicial, podendo, inclusive, ser culpa do devedor e não do credor. Ademais, quando o devedor impetra pedido de recuperação judicial, há de estar ciente da probabilidade de insucesso, diante do poder discricionário do credor. Logo, fê-lo por sua conta e risco, não sendo certo criminalizar o credor por sua discordância, mas no máximo invalidar seu voto.

Ademais, como norma facilitadora, a LRE não tem função de recuperar a todo custo, mas de reconhecer e auxiliar as empresas que podem ser recuperadas e reconhecer a falência daquelas que não podem, de modo a não formar um imbróglio para o empresário e oxalá para os credores, a partir de uma falsa expectativa em receber seus créditos¹³⁰.

Vencida a AGC, a lei ainda impõe ao postulante a apresentação das certidões negativas de débitos junto à Fazenda Pública, o que constitui mais um óbice para a reestruturação empresarial. No entanto, ciente das dificuldades encaradas pelos empreendedores, ainda mais quando se é necessário buscar tutela

¹²⁸ REsp 1314209/SP, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 22/05/2012, DJe 01/06/2012

¹²⁹ REsp 1359311/SP, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 09/09/2014, DJe 30/09/2014

¹³⁰ POZZO; RIBEIRO; ALVES, 2017, op. cit., p.278.

de tamanha complexidade, os tribunais têm entendido pela desnecessidade delas caso haja confronto com a preservação da empresa^{131 132 133}.

Sérgio Campinho milita no mesmo sentido, ao tecer que a impossibilidade de apresentar certidão negativa de débitos junto ao Poder Público não impede a concessão do benefício requerido pelo recuperando, posto que o interesse dos credores em ver concedida a recuperação se sobrepõe à morosidade da máquina estatal, bem como o fisco não perde seu direito de ajuizar a execução fiscal para cobrar seus respectivos débitos¹³⁴.

A concessão da recuperação judicial acarreta novação dos créditos sujeitos ao respectivo plano. Dessa forma, os credores que, mesmo presentes no quadro-geral de credores, tiveram suas condições inalteradas, não terão incidência dos efeitos da novação¹³⁵. De modo que o citado instituto só será válido para os ajustes feitos em sede do plano e desde a respectiva concessão. Além disso, mesmo existindo novas condições, estas não extinguem a figura do garantidor oriundo do contrato originário, de modo que o credor ainda pode acioná-lo a fim de adimplir o que foi contratado, sem prejuízo da recuperação judicial concedida. Este é, inclusive, o entendimento adotado pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo^{136 137}.

Mesmo sendo voto vencido, Negrão diverge do que foi consolidado no Tribunal e destaca que a novação deve seguir o disposto no diploma civil, de modo que, quando se desse a aprovação do PRJ, o referido instituto extinguiria a figura dos garantidores¹³⁸. Por questão de segurança jurídica, opta-se pela inteligência consolidada nos tribunais, tendo em vista que a exclusão do garantidor deixaria o credor em situação de incerteza ainda maior, o que poderia ser mais um estímulo para que ele votasse pela falência e não pela recuperação.

Infere-se que o legislador também assume postura pró-credor, posto as diversas garantias previstas para que receba o que lhe é devido, o que constitui estímulo para a aprovação de um plano de recuperação. É claro que as

¹³¹ MLANI, 2011, op. cit., 264.

¹³² NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 206-207.

¹³³ TEIXEIRA, 2012, op. cit., p. 200.

¹³⁴ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 180-181.

¹³⁵ ALMEIDA, 2013, op. cit., p. 338.

¹³⁶ CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira. **Novação recuperacional**. In: Revista do Advogado – Aasp, v. 29, n. 105, setembro de 2009, p. 115-128, p. 122.

¹³⁷ CAMPINHO, loc. cit., p. 159.

¹³⁸ NEGRÃO, loc. cit., p. 210.

particularidades casuísticas devem ser observadas, mas o legislador ao menos tenta estabelecer um ambiente favorável ao acordo concursal.

Uma inovação trazida pela nova lei é que, se houver necessidade de alienar determinada unidade produtiva (art. 60, LRE), não se deverá mais esperar o livre arbítrio do juiz, pois basta que isto esteja acordado com os credores para que o magistrado dê a referida autorização, sem, contudo, haver a necessidade de que ele deva fazer juízo de valor. Isso reforça a autonomia privada das relações empresariais, sem que a intervenção estatal seja danosa para todos.

Ademais, o legislador beneficia aquele que adquire bem oriundo de recuperação judicial, pois a transferência é isenta de quaisquer ônus, garantindo a segurança jurídica do comprador e estimulando o devedor a cumprir o plano¹³⁹, posto a rápida e eficaz circulação de ativos.

O artigo 61 determina que, concedida a recuperação judicial, o cumprimento do plano permanecerá, pelos próximos dois anos, sob a fiscalização do judiciário, sendo que o devedor não pode descumpri-lo, sob pena de convolar em falência tudo o que foi conquistado. No parágrafo segundo deste mesmo dispositivo, o legislador dá segurança para o credor que aprova o plano, pois caso infrutífero seu cumprimento, ele terá direito a cobrar seu débito nos mesmos termos originais. Logo, percebe-se que o benefício da novação só é válido enquanto o plano for devidamente cumprido.

Diante da fugacidade e dos imprevistos que sempre ocorrem no curso da vida (em especial no mercado), há possibilidade de se aditar o plano, exigindo-se para tanto o mesmo quórum qualificado que o aprovou¹⁴⁰.

Após os dois anos de fiscalização do judiciário, não estará o credor desamparado, pois a decisão concessiva da recuperação constitui título executivo judicial (art. 62, LRE), que pode ser executado ou usado para se pedir a falência definitiva. Tal pedido deve ser feito para o próprio juízo que processou a recuperação.

Independente do período acordado para o cumprimento da dívida, a recuperação judicial só será encerrada legalmente quando saldada toda a dívida¹⁴¹

¹³⁹ CAMPINHO, 2018, op. cit., p. 183.

¹⁴⁰ COELHO, 2016, op. cit., p. 393.

¹⁴¹ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 216.

e, neste mesmo ato exarado pelo juiz, serão arbitrados os honorários do administrador judicial para serem pagos, bem como as custas judiciais.

A fiscalização do administrador originário será constante durante todo o trâmite da recuperação, seja pelo Comitê, pelo Ministério Público ou pelo Administrador Judicial. Caso ele incorra em quaisquer hipóteses inscritas no artigo 64 da LRE, poderá haver destituição do poder da empresa por ordem judicial. Inclusive, o artigo 66 do mesmo diploma dispõe que, para alienar ativo permanente, é necessária autorização, como forma de zelar pelos interesses dos credores e fazer valer a recuperação.

O legislador prevê que o credor que conceder crédito para a empresa em recuperação será considerado credor extraconcursal (art. 67, LRE), caso seja decretada posterior falência. Além disso, também estimula o Poder Público a parcelar seus débitos de forma a ajudar o devedor a se reerguer (art. 68, LRE).

Mesmo com todos os benefícios, pode a empresa ser estigmatizada, já que deverá usar em seu nome empresarial o termo “em recuperação judicial”, pois, dependendo do tipo de contrato, pode afastar contratantes mais cautelosos. No entanto, da mesma forma que a empresa deve ser soerguer, deve também a sociedade em geral ter ciência de situação financeira dela, em especial quanto às relações jurídicas com futuros credores¹⁴².

Ricardo Negrão discorre sobre a necessidade desta medida para fins de preservação de interesses de futuros parceiros e estímulo ao princípio da boa-fé objetiva, ressaltando que contratar com empresas em recuperação judicial é mais arriscado para o credor, bem como finaliza que a desídia do responsável por tal ônus implica em responsabilidade civil do administrador, nos termos do CC ou da LSA¹⁴³.

Tecidas as considerações sobre a estrutura e tramitação da recuperação judicial, cabe ao devedor-empresário proceder com análise minuciosa sobre quais medidas irá tomar, pois estas são decisivas para o (in)sucesso de seu empreendimento. Uma análise geral de viabilidade e público-alvo suficiente para gerar rentabilidade satisfatória acompanham a probabilidade de êxito. Ainda, é imperativo se estudar quais são as medidas disponíveis e adequadas para se revitalizar a empresa, ou seja, não pode o devedor aventureiro esperar só do Poder Público, mesmo quando fosse preciso melhorias, posto que a lei de *per si* não

¹⁴² TEIXEIRA, 2012, op. cit., p. 202.

¹⁴³ NEGRÃO, 2018, op. cit., p. 213-214.

constitui elemento bastante para este fim¹⁴⁴ e oxalá o Estado em sua visão mais ampla¹⁴⁵.

Caso se perceba que o negócio é inviável, não pode o mercado e a sociedade arcar com ideias manifestamente infrutíferas, sendo mais sensato o fim de determinada empresa, sob pena de baixo índice de retorno de créditos¹⁴⁶, diminuição de crédito disponível, aumento do *spread*¹⁴⁷ bancário e o estímulo à concorrência desleal, não beneficiando a sociedade e quiçá cumprindo o que fora pressuposto pelo legislador à época de edição da lei.

2.2.2 Particularidades da recuperação judicial

A reestruturação judicial de empresas se destina a equalizar o saldo devedor até a data da impetração do pedido e, simultaneamente, manter a empresa sadia para que continue desenvolvendo sua atividade econômica. Desta feita, findo tal processo e se frutífero, o devedor precisa estar ciente de que o máximo que poderá obter é a convalescença do seu negócio e nada mais, além de possível estigma social e econômico por já ter usado desta medida, o que enseja maior cautela de futuros investidores e credores.

Neste sentido, Aristides Malheiros bem consigna que o instituto ora debatido é destinado à reestruturação empresarial e novação de créditos, respectivamente quando se parte de um prisma econômico e jurídico¹⁴⁸.

Decorrente da necessidade imperiosa de reestruturação, o postulante estará mais exposto para toda a sociedade enquanto percorre seu caminho para a normalidade. Em primeiro lugar, a exigência de instruir a inicial com os bens particulares de todos os sócios, o que suscita um conflito de direitos entre a intimidade e interesse da empresa de modo geral. Em segundo lugar, o termo “recuperação judicial”, que deverá ser comunicado à Junta Comercial.

Acerca do impasse acima relatado, a opinião adotada é no sentido da constitucionalidade do dispositivo que exige a relação de bens que compõem o patrimônio dos sócios empresários, tendo em vista que o diploma em comento trata

¹⁴⁴ JUPETIPE, 2014, op. cit., p. 14.

¹⁴⁵ MAGALHÃES, 2014, op. cit., p. 39.

¹⁴⁶ ARAUJO; FUNCHAL, 2006, op. cit., p.221.

¹⁴⁷ DIAS, 2012, op. cit., p. 309.

¹⁴⁸ MALHEIROS, 2009, op. cit., p. 21-22.

a reestruturação como uma chance oriunda da vontade dos credores. Sendo assim, a transparência é elementar para conquistar a confiança daqueles, ao revelar que nenhum dos sócios empresários estão enriquecendo às custas da crise empresarial¹⁴⁹.

Ademais, se a real preocupação é reerguer o empreendimento, advoga-se no sentido de que a menor das preocupações seria o sigilo patrimonial, sendo que esta atitude seria mais benéfica ao se reforçar os axiomas da transparência e boa-fé do que enfrentar um processo falimentar ou ação de responsabilidade.

A atividade empresarial deve ser desenvolvida conforme os ditames legais e constitucionais. Por isso, o empreendedor não pode ser desidioso com a escrituração contábil obrigatória, posto que o artigo 178 da LRE comina tipo penal para aquele que não cumpriu com as obrigações legais de escrituração. Em outras palavras, caso o requerente tenha plena ciência de qualquer irregularidade na seara contabilística da empresa, o procedimento recuperatório não será viável, tendo em vista a provável responsabilidade penal.

A hermenêutica da LRE dispõe que o benefício máximo que o credor terá, caso ajude o recuperando, será um melhor enquadramento na ordem de pagamento, caso haja a falência, o que não implica em nenhum estímulo. Além disso, dependendo do plano que foi aprovado, a dilação de prazo para adimplemento total pode levar um longo tempo sem qualquer garantia, a não ser a decretação em falência.

Quando da execução do plano de recuperação, a recuperanda deverá arcar, ainda, com as custas judiciais e os honorários do administrador judicial, sem prejuízo de outros gastos que se mostrarem necessários.

A efetividade da lei no campo empírico e a incerteza de sua aplicação pelo Judiciário ainda amedronta os credores, que não se estimulam a conceder crédito para fins de reestruturação empresarial¹⁵⁰.

O Brasil ainda é destacado para investidores como tendo instituições fracas, sistema judiciário lento e ineficiente¹⁵¹, alta concentração estatal na

¹⁴⁹ TEIXEIRA, 2012, op. cit., p. 195.

¹⁵⁰ TROVO, 2013, op. cit., p. 18.

¹⁵¹ MAGALHÃES, 2014, op. cit., p. 73.

economia¹⁵², o que só faz aumentar o ceticismo sobre a eficiência da LRE como mecanismo de recuperação.

No Brasil, a forma como a LRE tem sido aplicada demonstra sua baixa previsibilidade e não raro os problemas levados à apreciação do Poder Judiciário recebem soluções claudicantes, sendo frequente a prorrogação de prazos ditos improrrogáveis pela lei, a liberação de garantias não sujeitas aos efeitos da recuperação e a homologação de planos apresentados no dia da assembleia, dentre muitas outras decisões que, sob o pálio da preservação da empresa, destoam do texto normativo e aumentam a insegurança jurídica [...]¹⁵³.

Fernanda Jupetipe, ao realizar estudo empírico sobre a efetividade da RJ, obteve como resultados um processo que dura em média 4 anos, gasta em média 26% do patrimônio inicial da empresa recuperanda e os credores conseguem recuperar aproximadamente $\frac{1}{4}$ do seu respectivo crédito¹⁵⁴.

Cabe lembrar, ainda, que a alienação de ativos da empresa de forma ineficiente, o que é típico de países em desenvolvimento, enseja a perda de valor da empresa, posto que serão vendidos a preços vis. Logo, a reorganização empresarial se mostra mais eficiente neste sentido¹⁵⁵.

Feita esta premissa, é altamente recomendável que o devedor empresário procure soluções alternativas no afã de solucionar problemas referentes ao seu empreendimento. A existência de diversas entidades destinadas a auxiliar e fomentar o empreendedorismo nacional podem prestar tutela mais específica, menos onerosa ou burocrática que a judicial, posto que será uma “solução de mercado”¹⁵⁶, até por que a solução alternativa será exarada por profissional capacitado e dentro de sua área-fim (diferente do judiciário), que é o enfoque do presente trabalho e será demonstrado nos capítulos seguintes.

¹⁵² DALMÁCIO, Flávia Zóboli. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro**: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 130. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-17122009-171118/pt-br.php>. Acesso em: 01 de julho de 2018.

¹⁵³ MAGALHÃES, 2014, op. cit., p. 253.

¹⁵⁴ JUPETIPE, 2014, op. cit., p. 49.

¹⁵⁵ ARAUJO; FUNCHAL, 2006, op. cit., p. 215.

¹⁵⁶ JUPETIPE, loc. cit., p. 15.

2.3 O Papel da Iniciativa Privada e a “Solução de Mercado”

O empreendedor constitui força motriz da economia, entretanto, não a movimenta sozinho, mas em coexistência de diversos outros atores sociais¹⁵⁷, como o Estado, organismos internacionais, sindicatos, ONGs, dentre outros. Desta forma, à medida que cada um destes entes se afirma na sociedade, acabam por moldar os meios de produção, de modo que o empreendedor deve respeitar tais regras¹⁵⁸.

Segundo a teoria dos *stakeholders*, a empresa exerce um papel complexo na sociedade e, por isso, para se legitimar, deve atender não só aos interesses dos acionistas, mas de todo o coletivo que é influenciado por ela, como os trabalhadores, a comunidade e os clientes¹⁵⁹.

Cabe ressaltar que as variáveis acima apontadas, somadas às políticas econômicas e sociais, podem definir qual o papel da iniciativa privada na sociedade, se coadjuvante ou ator principal do desenvolvimento, como será oportunamente explicado.

No Brasil, a economia tem uma forte presença estatal, o que influi significativamente no papel do empreendedor na sociedade, porém de forma diferente de como ocorria a intervenção do Estado em tempos mais remotos, que só será possível explicar mediante discussão da história econômica.

O regime varguista constituiu um marco na política econômica que então vigia no Brasil, ao substituir um país de base exclusivamente agroexportador por um industrial, bem como instituir a CLT e regime de previdência social, reconhecendo a importância da classe trabalhista. Desta forma, como as mudanças eram provenientes do próprio Estado, em busca do progresso econômico, ao invés da abertura, ele mesmo passou a ser o empreendedor. Exemplo claro foi o monopólio da Petrobras sobre a lavra do petróleo brasileiro, caracterizando-se um Estado eminentemente intervencionista, que concorria com o capital privado.

Desta feita, pode-se considerar que as mudanças estruturais implantadas no Brasil, após 1930, caracterizavam plenamente o Estado nacional-

¹⁵⁷ DIAS, Reinaldo. **Sociologia das organizações**. Atlas, 01/2008, p. 29. [Minha Biblioteca]. Disponível em: <integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522466139/pageid/39>. Acesso em: 13 de abril de 2018.

¹⁵⁸ MAGALHÃES, 2014, op. cit., p. 22.

¹⁵⁹ DIAS, loc. cit., p. 239.

desenvolvimentista, qual seja aquele que tem papel ativo no desenvolvimento econômico, tanto no que se refere ao planejamento quanto à execução¹⁶⁰.

O Estado, quando assume caráter de concorrente da iniciativa privada e promotor do impulsionamento econômico, pode cercear a liberdade de empreendedores, de modo que a inovação não prospera num ambiente inóspito e, por conseguinte, nem os lucros que dela advêm. Até porque a figura desenvolvimentista do ente estatal não é sua atividade fim, sendo-lhe atípica, motivo pelo qual se presume não ser um estadista o melhor para entender de assuntos de comércio.

O neoliberalismo, em contrassenso ao estado desenvolvimentista e social, fez-se presente em toda a América Latina, na década de 90, decorrente do Consenso de Washington, que pregava a modernidade, a integração mundial, a diminuição de barreiras, dolarização das economias aderentes e diminuição do papel estatal das relações privadas.

Destaca o ex-ministro Bresser que a intervenção estatal na seara privada não era vista com bons olhos, pelo fato de ser usada para fins diversos do progresso econômico, como, por exemplo, a corrupção e, por isso, a ideologia neoliberal lhe fazia expressa oposição, de modo que os governos deviam promover reformas para instituir o Estado-Mínimo, ou seja, aquele que não planeja, empreende, auxilia, mas que só realiza suas funções típicas de regular as funções sociais¹⁶¹.

Paulo Nogueira (*in memoriam*) corrobora com o argumento retro citado, ao explicar que, neste novo modelo estatal, o dever oficial seria de manter o equilíbrio monetário, ou seja, a inflação em níveis aceitáveis para o mercado, bem como promover a abertura do mercado e abdicar do protecionismo, pois só desta forma há competitividade e melhorias para o consumidor¹⁶².

¹⁶⁰ BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; THEUER, Daniela. **Um Estado novo-desenvolvimentista na América Latina**. In: Economia e Sociedade, [S.l.], v. 21, n. 4, dez. 2015, p. 811-829, p. 813. Disponível em: <periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8642258>. Acesso em: 13 de abril de 2018.

¹⁶¹ BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Assalto ao Estado e ao mercado, neoliberalismo e teoria econômica**. In: Estudos Avançados, São Paulo, v. 23, n. 66, 2009, p. 7-23, p. 8-9; 23. Disponível em: <www.bresserpereira.org.br/view.asp?cod=3104>. Acesso em: 14 de abril de 2018.

¹⁶² BATISTA, Paulo Nogueira. **O consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos**, 1994, p. 21-37, p. 19; 21. Disponível em: <www.consultapopular.org.br/sites/default/files/consenso%20de%20washington.pdf>. Acesso em: 14 de abril de 2018.

Brasílio Sallum Júnior, afirma que, com este modelo, o Estado deixaria aos cuidados da iniciativa privada aquilo que fosse de sua competência, o que acarretaria na equalização de condições de operar para qualquer empresa que estivesse no Brasil, dentre outros efeitos, e maior facilidade da vinda de produtos manufaturados de origem externa, facilitando-se, assim, a circulação mundial de mercadorias¹⁶³.

Quando o ex-presidente Fernando Collor se referia aos carros nacionais como carroças, era o pretexto para mostrar que as reformas de seu governo iriam modernizar o país, que incluíram a autorização de importação de automóveis e produtos de informática, fim de subsídios por parte do governo, adesão aos acordos internacionais sobre comércio (patentes, GATT e outros), bem como a edição da Medida Provisória 155/90 (convertida na Lei 8.031/90) que, ao instituir o Programa Nacional de Desestatização, estabelecia como objetivos: a) a transferência das atividades tipicamente privadas para o empresariado, b) reduzir a dívida pública, c) estimular a modernização e competitividade do parque empresarial brasileiro e d) orientar a administração pública a atuar apenas em assuntos elementares para a nação.

Os objetivos acima citados foram amplamente perseguidos no governo Fernando Henrique Cardoso, que tornou realidade um amplo programa de privatizações e efetivo combate à inflação, consolidando o Plano Real e transferindo para a iniciativa privada, de forma definitiva, uma enorme e significativa gama de empresas públicas (Telesp, Vale do Rio Doce, Banespa e outros), fatos determinantes para a atratividade de capital estrangeiro para o país. Por estes motivos, foi a década de grande euforia dos fundos de *Private Equity*¹⁶⁴.

Extrai-se que o neoliberalismo reforça, de forma veemente, o papel da iniciativa privada em detrimento das falhas da intervenção estatal. Logo, o poder negocial do empresário é maior para fins de que ele infirme seu papel na sociedade, tendo em vista que essa busca por mais liberdade acarreta em possibilidades de modernização, à medida que ocorre intercâmbio tecnológico com todo o mundo, a

¹⁶³ SALLUM JR, Brasílio. **O Brasil sob Cardoso: neoliberalismo e desenvolvimentismo**. In: Tempo social, São Paulo, v. 11, n. 2, out. 1999, p. 23-47, p. 31-34. Disponível em: <www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-20701999000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 14 de abril de 2018.

¹⁶⁴ RAMALHO, Caio; FURTADO, C. V.; LARA, R. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital : 2º censo brasileiro**. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Brasília, DF: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, p. 69. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8419>. Acesso em: 21 de junho de 2018.

oferta ao consumidor de produtos de melhor qualidade e preço compatível, além da inovação que decorrerá dos fatores anteriores.

Átila Magalhães reforça que quando o direito à propriedade é funcionalizado, sua importância na sociedade aumenta, tendo em vista que deve ser exercido em harmonia com a responsabilidade social¹⁶⁵, o que só foi possível no Brasil após a promulgação da Constituição Federal de 1988 e, concretamente, pela implementação do neoliberalismo, enfatizando-se ainda mais o papel de uma política neoliberal, no afã de aumentar o papel da iniciativa privada nas relações econômicas e sociais, o que de fato ocorreu no decorrer da década de 90¹⁶⁶.

Fábio Ulhoa Coelho destaca que, a partir da diminuição estatal na sociedade, o direito apresentará novas formas de interpretação e cita, como exemplo, a maior força da autonomia privada entre as partes¹⁶⁷. De acordo com esta premissa, haverá mais facilidade negocial entre os próprios empresários, de forma que as mazelas que os atingem possam ser corrigidas por eles mesmos, inclusive com maior celeridade, o que reforça a ideia de que o mercado, ao se autorregular, estabelece medidas para se manter sadio, sem a necessidade ou com a mínima intervenção estatal, como se infere do trecho abaixo:

Se as estruturas do livre mercado estão, em termos gerais, funcionando de modo adequado, as empresas em crise tendem a recuperar-se por iniciativa de empreendedores ou investidores, que identificam nelas, apesar do estado crítico, uma alternativa de investimento atraente¹⁶⁸.

O livre mercado é capaz de encontrar soluções para as dificuldades de empreender, sendo que a figura estatal seria destinada aos casos mais graves, avalizando-se, desta forma, o objetivo do presente estudo, que é de clarear para o operador do direito as soluções alheias ao poder judiciário, mas que se encontram no seio do ramo empresarial, com fins de se recuperar uma empresa.

Infere-se que, no Brasil, mesmo com a atuação estatal do tipo regulatória, a política econômica está orientada para que a iniciativa privada protagonize o desenvolvimento nacional e, por esta responsabilidade com toda a sociedade brasileira, também cabe a ela zelar por um mercado sadio, o que inclui sua relevante participação nas empresas em dificuldades.

¹⁶⁵ MAGALHÃES, 2014, op. cit., p. 37.

¹⁶⁶ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 61.

¹⁶⁷ COELHO, 2016a, op. cit., p. 28.

¹⁶⁸ COELHO, 2016b, op. cit., p. 225.

Por isso, foi elementar o debate sobre as estruturas do neoliberalismo, pois o livre-mercado iniciado na década de 90, que permanece no século XXI, é corolário desta ideologia.

Como já explicada a estrutura do livre-mercado, faz-se necessária a discussão, nos próximos tópicos, sobre o meio eleito neste estudo para recuperar empresas em dificuldade no seio da própria iniciativa privada.

3 FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os fundos de investimento são plataformas existentes no mercado de capitais, que intentam tornar mais democrático e eficiente o acesso dos investidores a este universo, à medida que atuam como vetor de captação de recursos para aplicações financeiras e também quando tais investimentos são geridos por profissionais devidamente qualificados para este fim. Como o referido ente opera um volume relevante de capitais, a economia resta influenciada por ele, ainda mais quando seu desenvolvimento se mostra cada vez mais significativo, tanto no cenário nacional, quanto no internacional.

Os fundos de investimento devem obedecer especialmente às disposições técnicas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sem prejuízo das demais disposições contidas no arcabouço jurídico pátrio. A entidade em questão exara instruções com força normativa que organizam o mercado de capitais, ao dispor sobre a estrutura e operações do fundo. Logo, o estudo de tais disposições resta imperativo para entender a lógica dos entes de investimento ora estudados.

Os objetivos da regulação, orientados pelo interesse público, são os seguintes: proteção aos investidores; eficiência do mercado; criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômico; impedir a criação de situações de conflitos de interesse¹⁶⁹.

A ICVM 555/2014 estabelece disposições gerais para todos os fundos de investimento operantes no Brasil. Assim, inexistindo qualquer disposição específica, este é o diploma técnico a ser seguido.

O conceito de fundo de investimento vem à baila por meio de interpretação autêntica do texto insculpido no Art. 3º da debatida instrução. Referido dispositivo o define como um condomínio formado pela junção de recursos dos investidores, que visa aplicar seus recursos em ativos financeiros. Ou seja, os investidores são condôminos que adquirem cotas no afã de as verem valorizadas, quando a gestão deste ente de direito privado for bem-sucedida.

¹⁶⁹ EIZIRIK, Nelson; et. al. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 3ª ed., rev. e ampl. São Paulo: Renovar, 2011, p. 12.

Vale enfatizar que o referido ente condominial não possui personalidade jurídica, sendo, então, um ente despersonalizado e, por isso, não pode contrair direitos e deveres¹⁷⁰.

Quanto ao critério de tempo, ensina o Art. 4º que os fundos podem ser abertos ou fechados. Enquanto estes só permitem que o investidor deixe o fundo na data de vencimento, aquele permite a flexibilidade de saída a qualquer momento.

Os investidores podem ser simples ou qualificados e ambos podem investir no mesmo fundo. No entanto, quando o condomínio for formado apenas pelos qualificados, exige-se o devido alerta quanto a esta condição.

Consta no Art. 108 que os fundos sujeitos à jurisdição desta instrução dividem-se em: renda fixa, ações, multimercado e cambial. Cada um deles possui objetivos diferentes. Ressalta Zoricic que a política de investimentos é que categoriza cada um dos fundos¹⁷¹.

Destaque-se que os fundos acima relacionados divergem diametralmente da estrutura e objetivos dos fundos de *private equity*. Por esta razão, somente servem para este trabalho como modo de revelar as diferenças marcantes entre algumas espécies de fundos. No entanto, a ora guerreada instrução não pode ser desmerecida, pois serve como alicerce normativo para todo e qualquer fundo, ou seja, todos os demais que não estão ali elencados são dela derivados.

Como a regulamentação normativa dos fundos de *Private Equity* se dá na ICVM 578/2016, toda sua explanação será feita no próximo capítulo para fins de melhor esclarecimento.

3.1 Fundos de *Private Equity*

O termo *Private Equity* sugere a participação privada de terceiros no quadro societário de empresa que não possua papéis negociados em mercado de balcão¹⁷².

¹⁷⁰ LONGO, José Henrique; PHEBO, Márcia Setti. **Fundos de Investimento**. In: Revista Tributária das Américas, São Paulo, ano 3, volume 6, jul-dez.2012, p. 283-303, p. 286.

¹⁷¹ ZORICIC, Ana Carolina Cabana. **Competência do CADE na disciplina antitruste das operações envolvendo fundos de private equity**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 12. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-24022016-163044/pt-br.php>. Acesso em: 07 de julho de 2018.

¹⁷² RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit, p. 41.

Diante da divergência internacional relativa ao termo *Private Equity*, se constitui gênero ou espécie de fundo, adota-se o entendimento da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), por ser, no Brasil, a instituição com mais propriedade para explicar o tema, bem como a representante dos interesses destes fundos.

Para a dita entidade, o termo se refere a uma espécie de fundo inserida na indústria dos fundos de participação, conceituado como: “aportam recursos em empresas já bem desenvolvidas, em processo de consolidação de mercado, para ajudá-las a se preparar para abrir capital, fundir-se ou serem adquiridas por outras grandes empresas”¹⁷³.

São características deste tipo de ente condominial: financiamento externo por investidores, riscos e potencial de retorno elevados¹⁷⁴. A lógica de funcionamento é a aquisição de participação societária de determinadas empresas, que serão alienadas assim que obtiverem maior valor no mercado, gerando o lucro almejado pelos investidores. Por isso a denominação de “fundos de investimento em participações”.

Como a empresa possui seu capital fechado, não há avaliação do mercado para seus ativos. Por isso, a vantagem do fundo é encontrar alguma empresa com potencial de valorização e, assim, adquirir o ativo a um preço competitivo, garantindo-se retorno acima da média¹⁷⁵. Porém, até que se alcance o retorno financeiro, o fundo passará por momentos e incerteza até seu desinvestimento¹⁷⁶, o dito prêmio da iliquidez¹⁷⁷.

Segundo Antonio Gledson de Carvalho, o objeto do investimento do fundo de PE é a empresa madura, com histórico de desempenho conhecido do mercado e grande potencial de crescimento, sendo que sua estrutura é formada por aportes de recursos com características de ações, baixa liquidez, longo prazo até o desinvestimento e participação ativa dos investidores. Sobre os agentes financeiros

¹⁷³ ABVCAP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL. **Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital?** mar. 2015, coord. Ângela Ximenes, p. 10. Disponível em: <www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf>. Acesso em: 31 de março de 2018.

¹⁷⁴ DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael de Campos. **Introdução ao Private Equity**. São Paulo: Atlas, 2015, p. 15.

¹⁷⁵ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit, p. 41.

¹⁷⁶ RAMALHO, Caio. **Introdução ao private equity e venture capital para empreendedores**. São Paulo: FGV, 2010, p. 49. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8421>. Acesso em: 10 de maio de 2018.

¹⁷⁷ DEMARIA; SASSO, loc. cit., p. 33.

que constituem a respectiva dinâmica do fundo, pode-se mencionar: o investidor, as empresas gestora e a investida¹⁷⁸.

O diferencial deste tipo de fundo é a interferência administrativa da empresa gestora do veículo de investimento na empresa investida, o que engloba as relações com investidores, credores, bancos, fornecedores, trabalhadores e quem mais estiver na cadeia de crescimento da empresa, para que a empresa cresça¹⁷⁹, consolide-se ou vença dificuldades financeiras, por meio da profissionalização administrativa, transparência, buscando-se que haja, com isso, a inovação empresarial e a geração de empregos¹⁸⁰.

Em 2017, o capital comprometido só em fundos de PE foi na ordem de R\$ 146 bilhões¹⁸¹, o que demonstra a importância e maturidade deste instituto, atributos que são corroborados pela posição ocupada pelo Estado, não como promotor, mas apenas como investidor¹⁸², pelo alinhamento com as práticas internacionais¹⁸³ e expectativa favorável ao crescimento futuro do setor (tanto para os investidores nacionais quanto para os internacionais)¹⁸⁴.

3.2 Regramento jurídico

Como já dito acima, o órgão regulador do mercado de capitais é a Comissão de Valores Mobiliários. Não obstante a edição de uma instrução normativa referente aos fundos de investimentos, há outra que cuida apenas dos FIPs, tendo em vista as já discutidas particularidades desta sorte de fundos.

A ICVM nº 578/2016 enquadra como Fundo de Investimento em Participações diversas modalidades de entes condominiais, com objetivos e

¹⁷⁸ CARVALHO, Antonio Gledson de. **Razões para otimismo**. In: GV-executivo, v. 6, n. 2, 2007, p. 61-65. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/gvexecutivo/article/view/34571/0>. Acesso em: 11 de junho de 2018.

¹⁷⁹ CARVALHO, loc. cit., p. 63.

¹⁸⁰ ZORICIC, 2015, op. cit., p. 5.

¹⁸¹ ABVCAP; KPMG. **Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil (2011.2012.2013.2014.2015.2016.2017)**. 2018, p. 8. Disponível em: <www.abvcap.com.br/pesquisas/estudos.aspx?c=pt-br>. Acesso em: 15 de julho de 2018.

¹⁸² RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 136.

¹⁸³ SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de contratos de private equity & venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro**. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração de Empresas) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008, p. 78. Disponível em: <hdl.handle.net/10438/2373>. Acesso em: 23 de junho de 2018.

¹⁸⁴ ABVCAP; APEX-BRASIL. **Perspectivas dos investidores sobre Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2017, p. 5. Disponível em: <www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3619.pdf>. Acesso em: 14 de julho de 2018.

características específicas, porém que mantêm as características gerais dos fundos de PE. Entretanto, o objeto de estudo está delimitado apenas às empresas já estruturadas no mercado, especificamente as modalidades multiestratégia, relativas à infraestrutura e produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Conforme já discorrido no tópico 3.1, é ínsito ao fundo de PE a alta volatilidade e baixa liquidez. Em suma, negociações que envolvam alto risco, o que fez com que o ente autárquico dispusesse que este tipo de fundo só pode ser destinado aos investidores qualificados (art. 4º).

Os investidores qualificados são aqueles taxados nos incisos do artigo 9º-B da ICVM 539/2013, habituados a altos investimentos no mercado financeiro, com ampla *expertise* em todos os riscos dele inerentes. Pode-se citar, aqui, as instituições financeiras, investidores físicos com volume de investimento superior à um milhão de reais, clubes de investimento, entidades de previdência complementar, investidores não residentes, dentre outros, que possuem um alto capital para investir com interesses no longo prazo¹⁸⁵.

Ademais, a exigência da referida qualificação leva em conta não só uma análise quantitativa do investidor (que seria a capacidade de aporte), mas também um juízo qualitativo, tendo em vista a sua bagagem em investimentos, ainda mais quando a empresa investida precisa necessariamente crescer para lucrar, pois o que se preza é a geração de valor do empreendimento.

Estabelece o artigo 5º do diploma em comento que o fundo de PE tem natureza jurídica de condomínio fechado. Assim, qualquer retirada só pode ser feita no respectivo prazo de vencimento, que é a fase do desinvestimento. Conjugando-se a necessidade de qualificação do investidor e sua permanência até o momento do desinvestimento, infere-se que a norma pretende dar segurança jurídica para o instituto, de modo que reforça os sentidos da comunhão e cooperação que devem ser mantidos até o fim do prazo acordado, em função da prosperidade do fundo, evitando-se, assim, sua dissolução precoce e a ação deletéria do capital especulativo, assim considerado como aquele que não tenha nenhum compromisso com a função social do fundo e da empresa investida.

¹⁸⁵ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 84.

O dispositivo supracitado dispõe, de forma técnica, o *modus operandi* do FIP, pois a participação acionária se dá por meio da aquisição de ações, ou quaisquer outros valores mobiliários que sejam nelas convertíveis ou permutáveis, além de valores que representem a participação nas sociedades limitadas. Entretanto, independente do enquadramento societário, é preciso que os ativos adquiridos tenham o condão de interferir de forma ativa na gestão da empresa.

Sobre a dita interferência no controle da gestão empresarial, o artigo 6º elenca quais os modos que isso pode ser feito, quais sejam: a aquisição de ações do bloco de controle, mediante o acordo de acionistas ou qualquer outro negócio jurídico com o mesmo efeito. Cabe ressaltar que estes meios serão explanados mais detalhadamente em tópicos seguintes.

Como para toda regra vale uma exceção, os fundos de *private equity*, embora tenham na sua natureza o investimento voltado ao controle da empresa investida, podem investir em algum outro empreendimento, sem a necessidade desta particularidade, desde que respeitadas as hipóteses de cabimento insculpidos no art. 6º, parágrafo único. Este dispositivo dispensa a aquisição de controle quando o total investido representar menos de 15% do capital social da investida, ou em caso de *write-off*, desde que acompanhado da respectiva deliberação dos cotistas do fundo.

O art. 7º representa exceção ao controle de gestão, mas, neste caso, aplica-se a empresas listadas em bolsa que sigam padrões de governança corporativa mais exigentes que a legislação pátria e haja correspondência de até 35% do capital subscrito do fundo.

A destinação do fundo para investidores qualificados e profissionais não lhes retira o direito à informação, que, ressalte-se, é elementar no mercado de capitais. Diante dessa afirmativa é que o artigo 9º exige do administrador do fundo que disponha de todas as informações possíveis e necessárias para o regular desenvolvimento deste, como, por exemplo: patrimônio do fundo (exigência de avaliação para alcançar seu valor justo)¹⁸⁶; dados profissionais do administrador e gestor; composição dos ativos do fundo e seus respectivos riscos; custos; remunerações; direitos dos cotistas; poderes das assembleias de cotistas e de

¹⁸⁶ ABVCAP. **Estrutura Legal dos Fundos de Private Equity e Venture Capital**, mai. 2017, coord. Ângela Ximeses, p. 7. Disponível em: <www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4010.pdf>. Acesso em: 11 de julho de 2018.

outros órgãos que compõem o fundo; prazos para integralização e desinvestimento; bem como a quem cabe estas decisões; a existência de possíveis conflitos de interesse; hipóteses de liquidação; meios pelos quais as cotas podem ser integralizadas e possibilidade de emissão de novas cotas futuras; dentre outros assuntos. Por esta razão, é denominado documento mestre¹⁸⁷.

Consoante a alta exposição ao risco do fundo, veda a autarquia que ele se exponha a riscos maiores quando proíbe o investimento em derivativos (outra espécie de investimento que também envolve alto risco), excetuando-se apenas a hipótese de quando o referido investimento for feito para fins de aquisição posterior da empresa investida.

Como a natureza deste instituto preza pelo alto retorno e risco, há restrições para o investimento em dívida pública, sendo esta possível apenas para fins de garantia (art. 11, § 4º, inciso IV), o que diverge de outros fundos e garante unicidade deste, até pelo fato que tais títulos, dependendo da concentração, poderiam desnaturar os princípios da indústria dos fundos em participação, por não garantirem alto retorno.

Ao fundo é permitido receber o apoio financeiro de órgãos de fomento, porém só com o teto de 30% do patrimônio do fundo, desde que o respectivo órgão, que irá realizar o empréstimo, declare formalmente esta intenção, podendo ele ser ou não organismo governamental, o que sugere que estes organismos irão injetar capital no mercado brasileiro, com uma expectativa que eles sejam melhores administrados do que se fossem dados a esmo pelo governo.

Para ser considerado um fundo de investimento em participações, os ativos que obrigatoriamente devem ser adquiridos (ações, debêntures, bônus de subscrição e outros) precisam perfazer um total de 90% do patrimônio do fundo. Destaca-se que a aplicação em debêntures é restrita, exceto para fundos de infraestrutura e inovação.

Dada a maior maturidade dos mercados estrangeiros, é possível que até 20% do capital já subscrito seja investido no exterior, de modo que, ante às dificuldades apresentadas no cenário interno, possam os investidores auferir maiores lucros noutros mercados que também se mostrem interessantes.

¹⁸⁷ LONGO; PHEBO, 2012, op. cit., p. 287.

Caso o administrador não deseje investir diretamente na empresa, autoriza a instrução em comento que ele perfaça a concentração de 90% ao investir em cotas de FIPs ou de fundos de ações.

O artigo 17 aplica-se exclusivamente aos fundos estudados neste trabalho e exige que a aplicação dos recursos disponíveis para investimento seja feita nas áreas consideradas estratégicas pelo governo, sejam as listadas no dispositivo, sejam também as não listadas, mas assim consideradas. Entretanto, se tal ditame for interpretado de forma isolada, pode-se levar a crer em mera interferência indesejada estatal na iniciativa privada. Por esta razão, deve-se conjugar este dispositivo com o artigo 218, § 2º da Carta Magna de 1988, que estabelece limites para a pesquisa tecnológica, que são os problemas nacionais.

Diante do narrado acima, deve o fundo de *private equity*, ao escolher a empresa investida, desde que no ramo tecnológico ou científico, preocupar-se com o que for desenvolvido nela, a fim de que as necessidades da nação consigam ser atendidas com os recursos ali alocados.

A CVM determina que haja certa diluição entre os cotistas e também nos seus respectivos rendimentos, sendo que cada cotista só exerce este papel caso sua participação seja igual ou menor que 40% do total das cotas e seu rendimento seja igual ou inferior a 40% do lucro auferido pelo ente condominial em tela (art. 17, § 5º).

Dentro dos fundos ora estudados, o fundo multimercado é exceção à regra dos demais, pois sua autonomia para investir em qualquer empresa independe do seu seguimento, ou mesmo se o ativo é nacional ou estrangeiro, desde que seja expresso no sentido de perseguir este objetivo (art. 18, § 2º). Isto pode ser benéfico pelo ponto de vista da variedade de empreendimentos investidos, mas também há necessidade de recursos humanos especializados em diversas áreas do mercado de capitais, como forma de diluir os riscos decorrentes de operações de alto risco.

As cotas podem ser escriturais ou nominativas. Representam a participação do cotista no fundo e não propriedade nos ativos da empresa do portfólio¹⁸⁸. Há que se salientar que, neste ponto, as escriturais permitem a alienação da respectiva participação no mercado secundário, ou seja, outros investidores podem adquirir a cota e participar do FIP. Entretanto, tudo depende do

¹⁸⁸ ABVCAP, 2017, op. cit., p.04.

regulamento do fundo, pois caso seja proibida esta prática, as cotas serão nominativas, o que sugere que a participação de determinado cotista será até a fase do desinvestimento.

Como já comentado anteriormente, este tipo de fundo é de condomínio fechado, portanto, os cotistas apenas receberão suas respectivas cotas quando este for liquidado, que, seguindo-se numa situação de normalidade, será na fase do desinvestimento. Entretanto, há a possibilidade de que eles recebam amortizações e rendimentos até a liquidação do fundo (art. 21), o que pode ser uma forma de atrair o investidor ao demonstrar a rentabilidade do fundo durante todo o seu processo.

Caso seja necessário proceder com a oferta pública de cotas no mercado de balcão pelo fundo, é necessária a autorização da CVM. Como esta é a autoridade soberana no mercado de capitais, caso exista qualquer pendência em relação à presente instrução, a autarquia pode cancelar as operações do fundo, de modo que a estrita observância legal se impõe como medida de segurança jurídica para os investidores.

A administração do fundo deve ser exercida por pessoa jurídica devidamente autorizada, que terá como função garantir o seu funcionamento e manutenção. Admite-se, entretanto, que o administrador delegue algumas funções, desde que a atividade delegada seja necessária e criteriosa, pois, muito além de uma recomendação, trata-se de exigência legal (art. 33, § 3º).

Por isso, exige a autarquia que, como condição de validade do contrato de prestação de serviços, o administrador assine como interveniente anuente, bem como insira cláusula de responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e o prestador de serviços, para caso ocorra algum prejuízo para o fundo em decorrência de conduta antijurídica, ou que atente inclusive contra o seu regulamento, desde que relacionado à tesouraria, atividade de controle e processamento dos ativos e escrituração da emissão e resgate de cotas.

O disposto acima pode ser entendido como uma forma de garantir o efetivo controle de qualidade, à medida que, quando o patrimônio do administrador é envolvido, ele terá maior cautela ao realizar quaisquer contratações, bem zelar pela efetiva fiscalização delas.

A CVM exige do administrador e/ou gestor enorme diligência em todos os seus atos, posto que suas responsabilidades são de importância vital para o desenvolvimento e rendimento do fundo. Por esta razão, não podem delas se eximir

(art. 38, § 2º), como é o exemplo da pena caso haja descumprimento de prazo legal imposto pela respectiva autarquia (art. 39, inciso III), ou a necessidade de envio de documentos assinados pelo gestor para o administrador (art. 34, parágrafo único). Os erros serão arcados pelo próprio administrador, o que acarreta em segurança jurídica para o próprio fundo, que não será abalado pela má gestão.

Sem prejuízo dos alertas já feitos à administração condominial, o artigo 43 estabelece vedações legais, tanto ao administrador, quanto ao gestor. Em suma, referem-se a atos que devem ser banidos das operações do fundo. Alguns dispositivos vigem no sentido de proteger o patrimônio deste instituto, como a dificuldade de contrair empréstimos, adquirir bem imóvel ou praticar atos de liberalidade. Tão grande é a preocupação com os gastos do fundo que qualquer deles que não conste na lista taxativa do artigo 45 e que não forem aprovados pela assembleia serão pagos à custa do administrador, ou do gestor nos termos do artigo 45, § 1º.

A leitura dos artigos 34 e 39 demonstra, em seus inúmeros incisos e alíneas, quais os deveres do administrador e do gestor do fundo. A inteligência é que, caso haja efetivamente a delegação da atividade do gestor, este cuidará majoritariamente da seara financeira e de assessoramento, enquanto aquele se aterá aos afazeres administrativos. Muito embora, é verdade, a ambas as funções são dadas as tarefas fiscalizatórias, como é o exemplo da elaboração de relatórios. Em suma, a atividade de administrador envolve atividades relacionadas à administração, mais próximas dos investidores e da CVM, e ao gestor cabem os afazeres operacionais, o que o aproxima mais das empresas investidas¹⁸⁹, sendo esta a razão pela qual sua escolha é baseada na experiência deste e no histórico de seu portfólio¹⁹⁰.

A obrigatoriedade das atividades de gestão e administração, concentradas em uma ou mais pessoas, não se sobrepõe aos órgãos consultivos, que podem ser estabelecidos na estrutura do fundo. Aliás, estes nem tiram a responsabilidade das funções obrigatórias, já que o comitê de investimentos pode ser criado para que os investidores possam auxiliar o gestor a escolher as empresas para compor a carteira do fundo, de modo que ele dá a palavra final depois da

¹⁸⁹ ZORICIC, 2015, op. cit., p.11.

¹⁹⁰ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 131.

seleção de empresas pelo gestor, sendo soberano para esta decisão.¹⁹¹ Entretanto, pesquisa aponta que 63% dos investidores nacionais entrevistados aceitam participar de fundos que não prevejam o comitê de investimentos¹⁹², o que sugere que está demonstrada a confiança nos administradores e gestores do fundo, sendo dispensável a constituição deste órgão.

A substituição do administrador e gestor do fundo ocorre nas hipóteses de descredenciamento da CVM para exercer a respectiva função, renúncia e deliberação dos cotistas. Nas duas primeiras, os cotistas devem se reunir em assembleia em até 15 dias. Na renúncia, o agente que a fizer deve permanecer pelo prazo máximo de 180 dias, ou em menor tempo caso os cotistas decidam pelo novo nome, além de que o descredenciamento do administrador enseja a nomeação de um novo nome temporário, até que os cotistas deliberem definitivamente sobre o tema.

No afã de se evitar que apenas determinados cotistas ou colaboradores se beneficiem do aporte de capital feito pelo fundo em empresas que atendam apenas a interesses escusos daqueles, o artigo 44 impõe limites objetivos em relação às empresas investidas, para que a condução do ente condominial possa terminar num desinvestimento saudável, imparcial e que reconheça o esforço de todos os integrantes dele.

Sendo assim, a natureza objetiva do impedimento independe de dolo ou efetivo prejuízo para o patrimônio do fundo. Portanto, em regra, qualquer cotista ou colaborador do fundo não deve se fazer presente na empresa investida e oxalá seus familiares, salvo por autorização assemblear, ou por enquadramento nas exceções insculpidas no artigo 44, § 2º.

Acerca do tratamento jurídico do fundo, é importante ressaltar que ele não possui personalidade jurídica, sendo o seu responsável a pessoa jurídica que o administra, ou seja, a entidade administradora¹⁹³.

Em sede de tudo o que foi anteriormente arguido, consegue-se entender as regras técnicas que devem ser obedecidas para que os fundos de *private equity* funcionem e operem no mercado de capitais brasileiros. Sua higidez é atestada pelo fato de que 57% dos investidores internacionais entrevistados não

¹⁹¹ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p.178.

¹⁹² ABVCAP; APEX-BRASIL, 2017, op. cit., p.18.

¹⁹³ DEMARIA; SASSO, 2015, op. cit., p. 111.

vislumbram qualquer problema em usar a regulamentação ora estudada como veículo de investimentos¹⁹⁴, o que demonstra confiança no ordenamento jurídico brasileiro.

3.3 Ciclo do fundo

O ciclo do fundo se inicia com a sua constituição regular, que, ao prever a sua administração, gestão, distribuição e o regimento, atrai os investidores mais afetos ao tipo de investimento a ser realizado.

Sendo assim, o próximo passo é realizar a prospecção de empresas lucrativas, já consolidadas no mercado e que tenham um objetivo ou necessidade específica que demanda a intervenção do fundo de PE, como o interesse em abrir capital ou a reestruturação¹⁹⁵. Cabe destacar que a companhia investida pode ser de capital aberto ou fechado, sendo o mais comum o investimento nas fechadas.

Porém, tal objetivo não é considerado fácil, tendo em vista que a figura de um novo sócio no fundo constitui ainda obstáculo para a aceitação deste tipo de fonte de financiamento pelos empresários. Cerca de 43% das unidades gestoras apontaram que ainda se deparam com essa dificuldade¹⁹⁶.

No processo prospectivo de companhias alvo, são avaliados fatores, como o valor da empresa, formalidade de sua constituição, responsabilidade social, experiência da equipe, metas futuras e outros elementos que revelam a maturidade de se envolver com um fundo de *Private Equity*, para que se possa avaliar sua real capacidade de se tornar uma oportunidade de investimento¹⁹⁷.

As exigências acima impostas podem ser preenchidas por meio da elaboração de um plano de negócios pelo empresário, que conterá relatório mais minucioso sobre a empresa, seu ramo de atividade, bem como balanço patrimonial, demonstrativo de resultado e fluxo de caixa, sendo destinado a demonstrar, para o leitor, a credibilidade e concretude, atual e futura, do plano¹⁹⁸.

Como já explanado em tópico próprio, o fundo em debate possui um elemento que o diferencia, que é a postura ativa da equipe gestores, dos

¹⁹⁴ ABVCAP; APEX-BRASIL, 2017, op. cit., p.16.

¹⁹⁵ DEMARIA; SASSO, 2015, op. cit., p. 188.

¹⁹⁶ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p.130.

¹⁹⁷ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 115-116.

¹⁹⁸ RAMALHO, loc. cit., p. 124.

investidores e da empresa investida. Em suma, todos devem trabalhar em prol do melhor benefício do ente condominial. Logo, o empresário deve elaborar o plano de negócios para todos estes interessados, bem como o investidor usar de sua influência para obter boas oportunidades de investimento¹⁹⁹.

Partindo da apresentação do plano de negócios, os investidores e gestores conseguirão checar a possível afinidade dele com os objetivos do fundo e, assim, terminar a fase de prospecção e iniciar a contratação. Desta vez, cabe aos integrantes do fundo iniciar as tratativas necessárias.

Como sinal de interesse, é apresentado ao empresário o Memorando de Intenções, documento definido a seguir:

O objetivo do *term sheet* é apresentar de forma simplificada os direitos e obrigações de cada uma das partes envolvidas na operação e criar um quadro para auxiliar o preparo dos documentos definitivos do investimento, tendo em mente que pequenas alterações às condições do investimento poderão ser implementadas durante o processo²⁰⁰.

Entende-se que o funcionamento do FIP é comumente eivado de transações qualificadas pela formalidade, em que o instituto do contrato é de enorme valia para a existência do ente condominial. Aliás, conforme o excerto acima, o pré-contrato também.

O referido memorando irá tratar, em especial, da valoração da empresa (métodos utilizados), alterações na estrutura societária, acionária e de controle, relações pontuais entre a administração do fundo e o empresário. Em suma, uma gama de relações de cunho majoritariamente contratual, que será tratada em capítulo próprio para fins de maior e melhor digressão.

A valoração do empreendimento é um ponto sensível e de suma importância para o fechamento de um termo definitivo para o aporte de investimentos, posto que o fundo intenciona adquirir participações societárias de empresas lucrativas e com alto potencial de retorno, a preços mais acessíveis que o restante do ofertado pelo mercado.

Entretanto, a informalidade na gestão dos negócios operante no Brasil é diferente daquela dos países que originaram estes fundos²⁰¹, o que pode influir na

¹⁹⁹ DEMARIA, SASSO, 2015, op. cit., p. 92.

²⁰⁰ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 151.

²⁰¹ RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade,

correta avaliação do negócio, ou a despeito de um preço inflado pelo empresário, ora por um valor idiossincrático da empresa, ou algum mecanismo contábil que infle aquilo que realmente vale, o que atrapalha a equipe gestora. Por isso, durante a apresentação do plano de negócios, são melhores aceitos os empreendedores que usem de auditoria ou outros documentos contábeis que facilitem este cálculo.

A despeito do explanado, o administrador e o gestor do fundo devem agir sempre pautados em atuar com diligência, tendo em vista o papel do comitê de investidores²⁰². Por isso, existe o procedimento de diligência (*due diligence*) que se faz obrigatório dentro do ciclo do PE e se constitui como uma auditoria completa da empresa, conglobando aspectos contábeis, mercadológicos, financeiros, de recursos humanos, de gestão, jurídicos, bem como levantando seus bens materiais e imateriais, como patentes e tecnologia empregada^{203 204}, o que demanda uma auditoria mais específica, porém necessária para se chegar a uma transação definitiva²⁰⁵.

A falta de diligência que levar ao fracasso do investimento influi diretamente na reputação do administrador e gestor do fundo, o que, hipoteticamente, dificulta a arrecadação para que se organizem novos fundos futuramente²⁰⁶. Assim, a auditoria se torna elementar para fins de segurança dos investidores, até porque a maioria das empresas brasileiras não possuem suas demonstrações financeiras auditadas antes do investimento do fundo²⁰⁷.

Os resultados do procedimento acima, em suma, revelam-se como um Raio-X da empresa, posto que todos os seus componentes são checados de forma

Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006, p. 9. 137 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>. Acesso em: 14 de julho de 2018.

²⁰² FERREIRA, Rafael Sach. **Avaliação de desempenho de empresas investidas por private equity e seus gestores através do sistema DuPont**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, 2017, p. 11. 83 p. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/18505/Dissertação%20Rafael%20Sach%20Ferreira%20-%20Mestrado%20Profissional%20em%20Economia%20e%20Finanças%20Corporativas.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 de julho de 2018.

²⁰³ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p.172.

²⁰⁴ SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza e. **O controle societário nas companhias com investimentos de fundos de private equity listadas na BM&FBVESPA**. Dissertação (Mestrado em Direito) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010, p. 39. 160p. Disponível em: <hdl.handle.net/10438/8385>. Acesso em: 12 de julho de 2018.

²⁰⁵ DEMARIA; SASSO, 2015, op. cit., p. 269.

²⁰⁶ RIBEIRO, 2006, op. cit., p. 27.

²⁰⁷ FERREIRA, loc. cit., p. 31.

minuciosa pelos auditores, a fim de que eles consigam entregar um relatório completo de informações que serão usadas para atestar a viabilidade ou não da intervenção do fundo. Sendo assim, logo que forem analisadas pelo gestor, há três caminhos possíveis: a aptidão para compor a carteira do fundo, a necessidade de alteração do memorando de entendimentos, para que o empresário promova os reajustes necessários, e a retirada da empresa do ciclo do fundo de PE²⁰⁸.

Nesta fase de tratativas, é possível perceber a disponibilização de quantidade significativa de informações sigilosas e consideradas sensíveis para as empresas, desde o começo de todo o processo. Ciente da importância das referidas informações, ante a incerteza de que o fundo fará o aporte de capital na empresa alvo, é regra, neste universo, a celebração de acordo de confidencialidade, ainda mais quando a mesma equipe gestora pode analisar vários empreendimentos-alvo que sejam concorrentes²⁰⁹.

Veja que este acordo, ao contrário dos demais que serão estudados, não decorre da intervenção do fundo, mas do risco natural a que o empresário se submete na triagem feita para que sua empresa faça parte da composição da carteira dele.

O memorando de intenções constitui uma tratativa prévia, que pode ser alterada conforme a necessidade de transações entre as partes no decorrer do que for necessário e conveniente para a formação de um entendimento definitivo e satisfatório para todas as partes. Daí seu caráter de pré-contrato, de modo que, por questão de segurança jurídica, não há que se falar em cumprimento contratual nesta fase do ciclo.

Mesmo com a relativa maleabilidade na discussão de determinados pontos, a fim de promover um acordo definitivo, é imperioso salientar que este só existirá caso três requisitos sejam preenchidos: a definitividade dos documentos jurídicos, a satisfação da diligência e a aprovação do Comitê de Investimentos²¹⁰.

Sobre as exigências acima elencadas, a equipe gestora opera mediante protocolos e assessoria de especialistas, a fim de garantir padrões de excelência junto ao mercado financeiro. Logo, é perfeitamente factível que o limite quanto à maleabilidade seja exíguo em determinados assuntos-chave, como os

²⁰⁸ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 165.

²⁰⁹ RAMALHO, loc. cit., p. 157.

²¹⁰ RAMALHO, loc. cit., p. 158.

acordos destinados à proteção do acionista e a fixação de um valor justo da empresa. Sobre o primeiro item, conclui Santos que a maioria dos gestores/administradores entende que os acordos protetivos do investidor constituem cláusulas pétreas, bem como as cláusulas que protejam o gestor contra oportunismos do investidor são elementares em qualquer acordo celebrado com a unidade gestora²¹¹. Já sobre o segundo item, pode a equipe gestora avaliar o valor do empreendimento conforme observação de mecanismos contábeis aceitos mundialmente, como o EBIT²¹², ou quaisquer outras informações encontradas no procedimento de diligência com este intuito.

Sendo assim, é preciso que um acordo definitivo seja alcançado de forma séria e honesta, que beneficie as todas as partes, devendo-se observar que o empresário está numa fase bem próxima de receber todos os benefícios que só os fundos de PE podem oferecer, o que pesa de forma relevante na eleição de um acordo final.

Findas as tratativas, a fase negocial termina e são elaborados dois contratos que inauguram a fase de monitoramento (de aquisição da participação societária). Segundo Henry Sztutman²¹³, sócio do escritório de advocacia Pinheiro Neto, os documentos definitivos são: o acordo de investimentos, que define o modo como será aumentado o capital social da empresa através do investimento, e o acordo de acionistas, que trata da convivência dos sócios e as relações de controle.

Celebrados os acordos acima mencionados, haverá o respectivo investimento do fundo e a ingerência deste na administração da companhia investida, por meio de: “ferramentas de monitoramento e performance, profissionalização da gerência, participação no conselho de administração, promovendo *networking*, seleção de gestores da empresa, etc.”²¹⁴.

Somente ao seguir as diretrizes acima balizadas é que o retorno virá com o decurso do tempo, pois somente ao traçar estratégias e aumentar o conhecimento operacional é que o fundo conseguirá enfrentar o *status quo* da

²¹¹ SANTOS, 2008, op. cit., p. 96.

²¹² DEMARIA, SASSO, 2015, op. cit., p. 266.

²¹³ FURTADO, Cláudio Vilar. **Venture capital e private equity: parte I**. FGV EAESP - GVpesquisa – Vídeos, 2009. 10:22. Disponível em: <hdl.handle.net/10438/14298>. Acesso em: 23 de junho de 2018.

²¹⁴ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p.347.

companhia investida e, efetivamente, adquirir valor, garantindo, assim, o desempenho financeiro dela²¹⁵ e forçando-a a ser mais o mais eficiente possível²¹⁶.

Cabe lembrar que a proatividade dos integrantes do fundo, junto à administração da companhia investida, vai além do mero subsídio financeiro. Contudo, a característica “mãos à obra” se limita à seara administrativa, ou seja, não pode se sobrepor ao administrador, e sim assessorá-lo, tendo em vista a necessidade imperativa de que tanto os gestores do fundo, quanto os administradores das investidas, entreguem resultado esperado ao longo do tempo²¹⁷ e que isso só será possível graças à coexistência e cooperação. Tanto é que a equipe gestora deve, constantemente, buscar investidores ou quaisquer fontes financiadoras e rever o plano de negócios para que seja aprimorado²¹⁸.

As boas ideias devem ser acompanhadas de um conjunto de fatores que consigam elevá-las a ser financeiramente viáveis. Logo, a inovação originária, que se encontra na triagem de empresas alvo, deve estar aliada à experiência e atributos dos integrantes do fundo para ser economicamente exitosa^{219 220}. Em outras palavras, o empresário auferir vantagens exclusivas pelo seu contato com o condomínio, como, por exemplo, o emprego de práticas inovadoras e mais eficientes nos meios de produção, um contato constante com especialistas para avaliação das metas da companhia, que permite que o empreendedor faça parte da rede de contatos dos investidores, o que agrega valor e credibilidade ao seu negócio, bem como a possibilidade de expansão e internacionalização do negócio.

Cada estratégia adotada já visa o período do desinvestimento, que constitui o momento de saída do fundo do quadro societário da companhia e, respectivamente, o de esperado lucro. Para isso, além de estudos, é necessária a sinergia para se chegar ao resultado, o que inclui a remuneração de todos os envolvidos, de modo que sejam impulsionados a trabalhar com mais afinco e comprometimento.

Para melhor elucidar o descrito acima, a remuneração dos investidores está atrelada às amortizações, dividendos eventualmente distribuídos e o valor

²¹⁵ DEMARIA; SASSO, 2015, op. cit., p. 194.

²¹⁶ FERREIRA, 2017, op. cit., p. 24.

²¹⁷ DEMARIA; SASSO, loc. cit., p. 281-282; 29.

²¹⁸ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 181.

²¹⁹ RAMALHO; FURTADO; LARA, loc. cit., p.359

²²⁰ DEMARIA; SASSO, loc. cit., p. 27.

líquido de sua cota, após o pagamento de todos os custos envolvidos na operação (o que inclui os impostos).

A remuneração do administrador e gestor do fundo está atrelada às taxas de administração e performance. Entretanto, devem estar pormenorizadas no regulamento do fundo (art. 9º, VII, ICVM 578/2016), sendo a primeira fixa em relação ao capital comprometido do fundo, independe de êxito e dura até o desinvestimento²²¹, e a segunda uma incógnita valorada pelos resultados alcançados por esses agentes.

A agregação de valor na empresa automaticamente resulta em lucro para o empreendedor, que presencia a sua atividade-fim sendo efetivamente valorizada. Mas, no caso de Sociedades Anônimas, as cláusulas que conferem ao administrador direito a opções futuras a um preço prévio são estímulos para que haja definitivo alinhamento de interesses e para que a busca pela criação de valor seja constante²²². O mesmo ocorre com este tipo de remuneração dado ao CEO, que estará mais alinhado com os demais acionistas quanto ao crescimento da empresa²²³. Mesmo que na sociedade limitada não haja opções, é crível a possibilidade de as acordar, caso haja abertura de capital e respectiva transformação societária para sociedade anônima.

Os fundos precisam de alinhamento de interesses não só com os empresários, mas com toda a equipe da empresa, para que o projeto possa ser executado com afinco. Por isso, é comum a indução de pagamentos atrelados à produtividade, o aumento real de salários e de nível de empregabilidade (crescimento de quase 50% nas empresas em crescimento)²²⁴.

Dadas as considerações sobre a lógica de funcionamento da aquisição da participação societária, o monitoramento dela deve ser constante, para que se consiga ao menos visualizar uma forma de saída rentável. Por isso, dispõem os operadores do fundo de diversos mecanismos para monitorar a empresa investida, que são auxiliados, inclusive, pelas práticas de boa governança (assunto a ser arguido posteriormente), ou seja, as próprias regras de mercado obrigam o empresário a fornecer as informações necessárias.

²²¹ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 226.

²²² RAMALHO, loc. cit., p. 180.

²²³ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p.285.

²²⁴ RAMALHO; FURTADO; LARA, loc. cit., p.366; 372.

Sendo o investimento e o seu respectivo monitoramento exitosos em um lapso temporal capaz de efetivamente agregar valor econômico à firma, o ciclo se finda com o desinvestimento, que pode ocorrer no prazo estipulado no regulamento do fundo, ou dilatado caso aprovado pelos cotistas. O desinvestimento pode ocorrer de diversas formas, mas merece especial atenção do gestor do fundo, tendo em vista que é sua esta responsabilidade, pois toda cautela é pouca quando se aborda o ato que irá garantir maior ou menor retorno a todos os integrantes da operação, sendo que a literatura entende que uma análise mais minuciosa garante um retorno melhor, se comparada a tentativas rápidas²²⁵.

A Oferta Primária de Ações caracteriza-se quando a empresa investida, que negociava sua participação de forma privada, por isso a tradução de *private equity* para ações privadas, agora poderá negociar sua participação de forma pública no mercado financeiro, seja no Brasil ou no mundo. No caso brasileiro, as ações deverão ser negociadas na B3. Para os estudiosos, esta constitui a melhor forma de desinvestimento²²⁶, tendo em vista que há uma exposição maior a qualquer investidor simples, a cotação do valor da ação será feita pelo próprio mercado²²⁷, bem como o fato de estar listada em bolsa revela uma maturidade maior em relação aos administradores e o cumprimento de exigências rígidas por parte da CVM e demais órgãos de autorregulação. Por esta razão, cabe enfatizar que só no ano de 2017, dos 9 IPOs de empresas feitos na B3, 6 delas estavam no portfólio de FIPs²²⁸, demonstrando-se o êxito do fundo ora estudado em conseguir um bom desinvestimento para as empresas que compõem sua carteira.

Atenta-se que para uma empresa captar recursos por meio de ações abertas, é preciso de porte e estrutura adequadas. É desta forma que o FIP ganha sua importância junto à empresa investida, ao permitir sua modernização e expansão ao longo do tempo, até alcançar um patamar financeiro que a possibilite abrir capital²²⁹.

²²⁵ DEMARIA; SASSO, 2015, op. cit., p. 284.

²²⁶ DEMARIA; SASSO, loc. cit., p. 178.

²²⁷ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 190.

²²⁸ ABVCAP; KPMG, 2018, op. cit., p.18.

²²⁹ LOBO, Otto Eduardo Fonseca. **A Recuperação Judicial e o “Uso de Private Equity” : Venda de Ativos e Reestruturação Societária**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2015, p. 381. Disponível em: <direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf>. Acesso em: 29 de junho de 2018.

Há que se considerar, ainda, que este primeiro meio de desinvestimento ganha mais credibilidade quando o mercado tem ciência de que a empresa foi investida por um FIP, posto o seu potencial de atração de investidores, e o valor da empresa²³⁰, que é presumido como um numerário sem distorções.

Enquanto o IPO é destinado ao público e o que for arrecadado por investidores é revertido para alavancagem da empresa, nada impede que os acionistas privados também alienem suas respectivas parcelas do patrimônio, de modo que o que for revertido será apenas deles²³¹.

A venda estratégica não é destinada ao público, mas para a concorrência da companhia investida que mostre interesse em adquiri-la para melhorar sua posição no mercado, o que pode ocorrer através de processos de fusão ou aquisição²³².

A venda secundária ocorre quando a participação adquirida pelo fundo de PE é alienada para outro fundo. Alerta Ramalho que mesmo este tipo de saída deve ser precedido dos mesmos critérios das outras formas acima estudadas²³³. Mesmo que não aparente ser a melhor forma de desinvestimento, por conta da crise econômica que assolou todo o mundo na última década e dos prazos previstos em regulamento, é preferível este tipo de saída a prorrogar mais os prazos de monitoramento.

A ingerência administrativa, representada pela operação de um fundo de *Private Equity*, é marcante para os empreendedores, tendo em vista a coadministração a ser implementada após a fase de investimento. Assim, caso a operação tenha sido bem-sucedida e haja caixa suficiente, podem os empresários originários adquirir a participação representada pelo fundo e se manter no controle da companhia com todo o valor agregado, sem qualquer ônus²³⁴ ²³⁵.

A Liquidação e a Perda Total do Investimento representam, de forma gradativa, os meios de saída quando a operação do fundo é infrutífera. Na primeira, todos os ativos são alienados e os valores repartidos entre os empresários e o fundo, nas suas proporções e preferências, sendo possível uma perda parcial. Já na segunda hipótese, há um fracasso manifesto, que se caracteriza pela perda total,

²³⁰ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 401.

²³¹ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 198.

²³² RAMALHO, loc. cit., p. 201.

²³³ RAMALHO, loc. cit., p. 203.

²³⁴ RAMALHO, loc. cit., p. 204.

²³⁵ DEMARIA; SASSO, 2015, op. cit., p. 30.

que pode ser de responsabilidade do gestor ou administrador do fundo, nos termos dos ditames da CVM, ou natural em decorrência do alto risco desenvolvido pelo fundo²³⁶.

O desinvestimento bem-sucedido não representa só fim de um ciclo, mas o início de outro, tendo em vista que o retorno do investidor é de suma importância para que este consiga investir novamente recursos em outros fundos criados pela equipe gestora, criando-se, assim, um histórico de investimentos²³⁷. Os casos de sucesso formam, então, a base da reputação dos gestores e administradores do fundo²³⁸, o que, conseqüentemente, fortalece o mercado de capitais, ao deixar aos seus cuidados empresas de melhor qualidade²³⁹.

Ante todo o exposto, é possível extrair como funciona o ciclo de um fundo de *Private Equity* e as implicações dele decorrentes. Entretanto, como o assunto não foi exaurido, ainda é mister explicar com mais detalhes outros aspectos dele decorrentes.

3.4 Aspectos societários

O fundo de investimento em participações acaba por moldar, de forma significativa, a estrutura societária da empresa investida, seja no momento da aquisição da participação, ou no da saída, tendo em vista que se exige uma nova estrutura societária para preencher os requisitos do gestor do fundo.

Em pesquisa empírica feita sobre o mercado de PE brasileiro, concluiu-se que os fundos, majoritariamente, desenvolvem-se em sociedades anônimas fechadas, ficando em segundo lugar as sociedades limitadas e as companhias abertas. Os autores entendem pela predominância da S.A. por questões de facilidade de se implementar mecanismos de governança corporativa²⁴⁰ e porque a

²³⁶ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 204-205.

²³⁷ RAMALHO, loc. cit., p. 82.

²³⁸ GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. **Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas?: evidências das empresas estreadas na Bovespa.** Rio de Janeiro: ANBIMA, 2013, p. 106. Disponível em: <www.anbima.com.br/data/files/2C/52/DD/6B/B12E7510E7FCF875262C16A8/tese-ebook_sabrinagioielli_1_.pdf>. Acesso em: 12 de julho de 2018.

²³⁹ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 400.

²⁴⁰ RAMALHO; FURTADO; LARA, loc. cit., p. 273.

sociedade limitada, para ser investida pelo FIP, possui um teto da receita bruta anual²⁴¹.

Mesmo ciente de que os grandes empreendimentos são estruturados na forma de S.A. e, por isso, devem necessariamente adotar práticas de governança corporativa, não é pelo fato de que a sociedade limitada não prevê este e outros institutos, ínsitos ao fundo de PE, que não pode o operador da lei usar de métodos disponíveis a fim de criar conjecturas que permitam, mesmo assim, aprimorar o investimento nestes tipos de empresas.

Segundo Fran Martins: “em todos os sentidos, buscou o legislador dar conotação profissional e de natureza empresarial à sociedade limitada [...]”²⁴².

Ademais, o enunciado 384 da IV Jornada de Direito Civil preceitua que é possível celebrar acordo de sócios na limitada, em analogia ao acordo de acionistas previsto nas sociedades anônimas, de modo que as exigências quanto à governança podem ser cumpridas e, por conseguinte, há aptidão da sociedade limitada em receber o aporte do FIP.

O momento do aporte exige a alteração do contrato social, posto a entrada de um novo cotista e o aumento do capital. Logo, é preciso de $\frac{3}{4}$ de votos proporcionais ao capital social para que esta operação seja autorizada (art. 1.076, inciso I, CC).

Em relação a uma companhia fechada, há também necessidade de voto favorável à criação de novas ações ou preferências, desde que represente metade de todas as ações com direito a voto, ou quórum maior se assim dispuser o estatuto (art. 136, inciso II, LSA).

Em suma, para o aporte de ativos e entrada do fundo na sociedade não há necessidade imperiosa de transformação de sociedade, muito embora seja recomendável que ela seja feita. De qualquer forma, é preciso reformular o estatuto ou contrato social a fim de cumprir as regras de governança corporativa exigidas pela instrução que trata dos FIPs²⁴³.

Na fase de monitoramento, também inexistente qualquer necessidade de transformação, mas tão somente que as adaptações necessárias aos acordos e

²⁴¹ ABVCAP, 2017, op. cit., p. 5.

²⁴² MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**. 41. ed. rev., atual e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 227.

²⁴³ ABVCAP, loc. cit., p. 6.

governança corporativa sejam implementadas, de modo que não haja qualquer ocorrência para o desinvestimento.

Já na fase de saída, há que se destacar qual o meio empregado para tanto, pois aqueles que revelam o fracasso do fundo em agregar valor ao empreendimento não há quiçá necessidade de se mudar o molde societário, até porque isso só acarretaria em mais burocracia e gastos desnecessários. Sendo um IPO, opera-se a transformação, tendo em vista que as exigências para transacionar no mercado de valores mobiliários são preenchidas apenas com a flexibilidade dada à sociedade anônima.

A venda estratégica opera com a incorporação, pois há a sucessão empresarial neste tipo de saída. Logo, todo o ativo e passivo da empresa investida passa a pertencer à incorporadora. Destaca Fran Martins que este instituto pode ser feito entre empresas de diferentes enquadramentos societários²⁴⁴.

Partindo do pressuposto que o meio de saída acima estudado tem finalidade de fortalecer a área de atuação da empresa interessada pela investida, a inteligência é que não só a incorporação é viável, mas também a fusão para operar a saída, posto que a investida pode atingir um patamar financeiro e operacional que indique paridade com a interessada, sendo, então, o meio mais viável, a fusão com caráter estratégico.

Os meios de desinvestimento em que prevalece a saída integral são os ideais para o fundo, tendo em vista que, depois desta etapa, não há mais nenhum vínculo com a investida e, portanto, nenhuma responsabilidade²⁴⁵.

Fran Martins destaca que a fusão pode ocorrer entre tipos sociais distintos e com objetivos de se transformar em sociedade de ações ou não. Porém, é necessária a prévia aprovação dos integrantes de cada uma das duas, bem como a elaboração de laudo em todos os empreendimentos que pretendem se fundir, a fim de avaliar o valor de cada um deles. Os respectivos documentos devem ser aprovados no afã de se conseguir o valor real da empresa que será formada e, por conseguinte, com ações que também representem o valor real²⁴⁶.

²⁴⁴ MARTINS, 2018, op. cit., p. 327.

²⁴⁵ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 188.

²⁴⁶ MARTINS, loc. cit., p. 330-331.

Estudadas as mudanças societárias que operam quando da entrada e saída de um FIP, pode-se entender com mais clareza a complexidade deste instituto e seu funcionamento perante o direito societário.

3.5 Governança corporativa

A governança corporativa representa práticas de excelência na gestão empresarial, que contabilizam os interesses de todos os entes que orbitam em torno da empresa e são exigidas nos mercados de valores mobiliários de todo o mundo. No entanto, conceituá-la é algo tortuoso e que divide tanto a academia, quanto os diversos atores do mercado. Os códigos de condutas empresariais quiçá definem o conceito, mas tão somente indicam práticas. Por isso, faz-se necessário verificar qual o entendimento que se dá pelos vários órgãos brasileiros com importância no mercado de capitais e a literatura científica.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) ensina que:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas²⁴⁷.

A Comissão de Valores Mobiliários entende que a governança corporativa é um conjunto de práticas que visa melhorar a eficiência empresarial quando protege os interesses dos agentes que exercem influência sobre a empresa, tendo em vista que o seu objetivo é promover a transparência, equidade entre acionistas e prestação de contas^{248 249}.

Rodrigo Corrêa, embora não defina, entende que as práticas de boa governança devem se estender a toda a coletividade, tendo em vista que os interesses coletivos e difusos afetados pelo empreendimento devem ser resguardados em razão do princípio da função social²⁵⁰. Logo, a preocupação não

²⁴⁷ IBGC. **Governança Corporativa**. Disponível em: <www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>. Acesso em: 27 de junho de 2018.

²⁴⁸ CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Jun. 2002, p. 1. Disponível em: <www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 27 de junho de 2018.

²⁴⁹ LOBO, 2015, op. cit., p. 249.

²⁵⁰ CORRÊA, Rodrigo de Oliveira Botelho. **A Função Social do Poder de Controle nas Sociedades Anônimas: Aspectos Atinentes à Governança Corporativa**. In: Governança Corporativa

deve se dar apenas com os investidores, mas todos aqueles beneficiários finais de toda a cadeia, como o caso do segurado de previdência privada que precisa se aposentar e teve de suas contribuições investidas no fundo de PE²⁵¹.

Diante da divergência quanto à definição e alcance do termo, é mister esclarecer que a propriedade privada também se submete à Constituição Federal e, por isso, deve ser exercitada de modo a garantir sua função perante toda a sociedade. Logo, a governança corporativa deve sim ser visualizada num espectro que não abarque somente a seara empresarial. No entanto, para fins deste estudo, a discussão recai apenas sobre uma visão mais estrita da governança, ou seja, sua aplicação dentro do direito empresarial.

Pois bem, como diz a regra da física que para toda causa há um efeito, a boa governança surge com o advento das grandes corporações para resolver o problema da assimetria informacional, pois, ao se segregar a propriedade e a gestão, surge a problemática do monopólio da informação pelo controlador e precarização da transparência para os investidores²⁵², o que dificulta a elaboração de um plano estratégico para a empresa, tendo em vista que, para isso, é necessário o correto fornecimento de informações²⁵³.

Destarte, o fornecimento insuficiente de informações pode acarretar vários problemas para todo o empreendimento, como a frustração e imprevisão dos contratos, atitudes oportunistas por parte da administração, problemas com a avaliação do valor da empresa, dentre muitos outros.

Reforça-se, novamente, que o valor da empresa (patrimônio líquido) é de suma importância para os investidores, posto que determina o custo de cada ação negociada, e, como ela representa fração do capital social que outorga a condição de sócio ao seu adquirente²⁵⁴, é imperioso que o referido numerário seja fixado corretamente, pois, além de proteger o investidor, garante a estabilidade do mercado e a correta avaliação da empresa no desinvestimento²⁵⁵, atributos estes

(CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo – Org.). São Paulo: Lazuli, 2005, p. 11-28, p. 25-26.

²⁵¹ DEMARIA; SASSO, 2015, op. cit., p. 312.

²⁵² SARAIVA, Luciana de Pontes. **Governança Corporativa e Auditores Independentes: Uma visão do Sarbanes-Oxley Act e da Regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários**. In: Governança Corporativa (CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo – Org.). São Paulo: Lazuli, 2005, p. 129-144, p. 130.

²⁵³ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 179.

²⁵⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**: volume 1, tomo 1. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2015, p. 202.

²⁵⁵ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 197.

que são assegurados pela prática de boa governança²⁵⁶. Por esta razão, os fundos pagam em média 13% a mais para a participação das empresas que adotam tais práticas²⁵⁷.

Ary Mattos Filho corrobora com o afirmado acima quando entende que a pulverização dos subscritores acarreta na necessidade de proteção do investidor, destacando aquele de pequeno porte²⁵⁸.

Ante o exposto, para que o mercado se mantenha sadio, estável e com respeito a todos os agentes que o orbitam, são editadas normas de caráter cogente pelo Estado e outras de natureza voluntárias, criadas para promover a própria regulamentação privada do mercado de capitais. Por isso, pode-se arguir pela existência da regulação e autorregulação como exigências suficientes para proteger o investidor²⁵⁹. Por conseguinte, os papéis da CVM, da AMBIMA, ABVCAP e outras instituições são legitimados como fonte de direito vigente na seara empresarial.

Com a legitimação dos diversos entes atuantes no mundo empresarial, é preciso abordar detalhadamente quais os objetos em concreto que são por eles defendidos, posto que as conjecturas gerais expostas necessitam de concretude para se atingir o plano da eficácia.

Neste sentido, dispõe a ICVM 578/2016, em seu artigo 8º, as exigências acerca da governança corporativa que devem ser cumpridas pela administração e gestão do fundo, a fim de que ele possa operar segundo as regras da autarquia ora debatida, que incluem: a) proibição de partes beneficiárias; b) estabelecimento de mandato uno de no máximo 2 anos, caso exista Conselho Administrativo; c) divulgação para os acionistas dos contratos celebrados pela empresa, de acordos de acionistas e programas de opções de títulos da empresa; d) celebração de cláusula arbitral para dirimir os litígios societários; e) em caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, exigir a prática de segmentos de governança mais rígidos que os citados neste dispositivo; f) auditoria anual elaborada por auditor independente e registrado na CVM.

²⁵⁶ MILLER, Daniel Schiavoni. Governança Corporativa e *Full Disclosure*: **O direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista**. In: Governança Corporativa (CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo – Org.). São Paulo: Lazuli, 2005, p. 91-128, p. 98-99.

²⁵⁷ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 270.

²⁵⁸ MATTOS FILHO, 2015, op. cit., p. 17.

²⁵⁹ MILLER, loc. cit., p. 101.

Destaca Fran Martins que as partes beneficiárias são valores mobiliários estranhos ao capital social, com direito de até 10% do lucro anual da empresa, porém sem direito a voto, garantindo, no máximo, a função de fiscalização dos lucros e nada mais, já que podem ser emitidos sem restrições pela administração da empresa²⁶⁰.

Não é preciso de maiores delongas para entender o motivo pelo qual a CVM barra a emissão deste tipo de título mobiliário. Ao se observar que a eficiência da alocação de recursos disponíveis na empresa investida é de extrema importância para o crescimento empresarial, a emissão de um título que apenas distribua os lucros sem qualquer exigência específica vai de encontro à natureza do FIP, seja pelo gasto que não represente o interesse do fundo ou pela facilidade de oportunismo que este tipo de operação incita ao administrador.

A auditoria analisa os controles internos da empresa, seus dados financeiros e outros que se mostrarem necessários, a fim de emitir parecer e esclarecer quais pontos podem ser melhorados e se o que é informado condiz com a realidade²⁶¹. Considera-se essa uma forma eficaz de inspeção da empresa investida, tendo em vista que o relatório final é elaborado por ente independente, portanto imparcial, e que, por ser registrado na CVM, goza de credibilidade ante os *players* do mercado, reforçando-se, assim, a cautela com a estabilidade financeira e publicidade de contabilidade real. Por questão de maior segurança, este profissional pode ser indicado pelo fundo²⁶².

A arbitragem constitui um meio alternativo de resolução de conflitos, por meio de um terceiro indicado pelas partes, e é usada para dirimir quaisquer conflitos atinentes ao direito societário entre a empresa investida e o FIP. Ao se destacar que este meio heterocompositivo permite a escolha do árbitro pela sua especialidade técnica e também do conteúdo em que o julgamento deverá ser baseado, há manifesto prestígio à autonomia da vontade das partes²⁶³, unindo-se a

²⁶⁰ MARTINS, 2018, op. cit., p. 258.

²⁶¹ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 178.

²⁶² RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 184.

²⁶³ DIAS, Feliciano Alcides. **A Arbitragem sob a perspectiva econômica do direito: uma alternativa para a democratização do acesso à justiça nas relações empresariais**. 2017. Tese (Doutorado em Direito Público) – Escola de Direito, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2017, p. 165. Disponível em: <www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/6686>. Acesso em: 30 de junho de 2018.

celeridade e qualidade do julgamento²⁶⁴, de modo que um ambiente seguro estimula o investidor a alocar cada vez mais capital na atividade econômica²⁶⁵.

Para fins de sinergia entre a empresa investida e o fundo, a instituição de arbitragem, para os litígios envolvendo matéria societária da companhia, pode ser feita no Estatuto da Sociedade (art. 109, § 3º, LSA). Logo, a empresa que realmente queira o investimento do fundo já pode se antecipar neste quesito e consegui-lo com maior facilidade, tendo em vista que antes de ser apenas uma exigência legal, constata-se ser uma forma de se alinhar interesses.

Sendo assim, a exigência de cláusula arbitral se mostra como medida legítima para garantir a fluidez do mercado de capitais, que se desenvolve em ritmo frenético e, portanto, precisa de soluções que acompanhem seu caminhar e necessidades, o que fica distante em relação aos impasses do Poder Judiciário.

Para que a empresa abra o capital na bolsa de valores (IPO), é necessário que se enquadre em algum nível de governança corporativa, para que sejam negociadas, no mercado financeiro nacional, empresas com comprovada qualidade. Por isso, a Bovespa instituiu o Novo Mercado como o nível mais alto de governança, que exige a cláusula de *tag along* com valor de 100% do preço pago pelo controle, distribuição apenas de ações ordinárias, bem como a adoção das regras descritas nos Níveis 1 e 2 de governança²⁶⁶.

Os fundos de *private equity* e *venture capital*, que se estabeleceram no Brasil na década de 90, desinvestiram na primeira década dos anos 2000. Em 2004, percebeu-se que de todos os IPOs nos quais as empresas eram investidas por algum deste tipo de veículo de investimento, 84% delas estavam enquadradas no nível do Novo Mercado²⁶⁷. Ademais, há comprovação científica de que a intervenção de PE é capaz de implementar as práticas de boa governança, à medida que as empresas investidas que abriram capital tiveram um menor índice de manipulação contábil, se comparadas com aquelas que realizaram a abertura sem a assessoria deste fundos²⁶⁸.

²⁶⁴ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 265.

²⁶⁵ PIPOLO, Henrique Afonso. **Princípio da preservação da empresa na recuperação judicial: uma análise da sua aplicação na jurisprudência**. 2016.174 f. Tese (Doutorado em Direito) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016, p. 159. Disponível em: <tede2.pucsp.br/handle/handle/19589>. Acesso em: 11 de julho de 2018.

²⁶⁶ RAMALHO; FURTADO; LARA, loc. cit., p. 92.

²⁶⁷ SILVA, 2010, op. cit., p. 14.

²⁶⁸ GIOIELLI, 2013, op. cit., p. 101-102.

A administração do fundo deve se atentar às normas expedidas pelas instituições autorreguladoras, aquelas de caráter privado que, por deter influência no mercado, acabam por regulamentar e fiscalizar suas operações para as empresas aderentes das suas regras.

Deste modo, surgem novos atores nos processos de decisão no âmbito político, social, econômico, ambiental, entre outras áreas, no sentido de delinear maior participação da sociedade civil na elaboração das normas de regulação ao incluir práticas sociais que não sejam somente àquelas oriundas do Estado²⁶⁹.

Por conta da licitude da maior participação das instituições da sociedade civil em criar regras privadas, a ANBIMA e a ABVCAP elaboraram um Código de Boas Práticas que deve ser seguido pelos fundos de *Private Equity* associados com estas instituições. Em seu artigo 1º, são elencados os objetivos do respectivo diploma, que buscam a transparência, padronização, promoção da credibilidade, zelo pela ética empresarial e equidade, as melhores práticas do mercado e a promoção da integração das práticas brasileiras com as internacionais.

Os fundos *Private Equity* têm alcance transnacional, tendo em vista a necessidade de alocações diversas de capital²⁷⁰, o que exige um padrão internacional de modo a facilitar o escoamento de capital.

Há que se destacar que, no caso das normas de caráter privado, estas não possuem natureza cogente, ou seja, sua eficácia está adstrita apenas aos fundos que voluntariamente aderirem ao Código. No entanto, o seu artigo 2º deixa expresso que tanto os associados da ANBIMA, quanto os da ABVCAP, deverão aderir às regras impostas. Caso o associado opte por não segui-las, subentende-se que este optou por deixar a associação, o que não é ilegal, mas acarreta na sua segregação em relação a importantes *players* do mercado, o que é suficiente para impactar suas operações.

Por conta do dito impacto é que, caso a administração do FIP decida por deixar de seguir as regras do Código ora guerdado, é necessário comprovar mediante carta com aviso de recebimento que todos os cotistas estão cientes da decisão retro (art. 6º, § 3º c.c. art. 7º, V).

²⁶⁹ DIAS, 2017, op. cit., p. 104.

²⁷⁰ DEMARIA; SASSO, 2015, op. cit., p. 310.

A coexistência pacífica entre as normas legais e privadas estão materializadas no que dispõe o artigo 4º, parágrafo único, ao dispor que, em caso de antinomia entre as duas, prevalecem sempre as legais.

O artigo 7º engloba quais são as boas práticas que as instituições participantes devem seguir. São elas: zelo do dever fiduciário, do gestor ou administrador, para com os acionistas e toda a indústria dos fundos, prática da plena transparência e gestão de conflitos de agência e o fiel cumprimento do regulamento do fundo.

Atenta-se que a gestão de conflitos de agência implica no bom desenvolvimento da empresa, tendo em vista que visa diminuir impactos negativos causados por aqueles. Ressalta-se que 64,27% das unidades gestoras entrevistadas entenderam que este tipo de conflito piora a rentabilidade da empresa²⁷¹, de modo que é de grande valia para o mercado e para a indústria de FIPs a adoção de mecanismos que amenizem os conflitos.

O artigo 13 determina quais os requisitos básicos devem estar presentes no regulamento do fundo, que constitui o diploma mais importante para o funcionamento deste. Pode-se citar: a política de investimento, valores mobiliários a serem adquiridos e suas respectivas concentrações, fatores de risco, possíveis pontos que gerem conflito de interesses, despesas, informações relevantes e a respectiva periodicidade da publicação, esclarecer a existência de classe diferenciada de cotistas e quais as exclusividades que ela goza, informações completas sobre a assembleia geral de cotistas, comitê de investimentos, conselho de supervisão, a duração do fundo e possibilidade de prorrogação, bem como informações completas sobre a equipe de gestão.

A informação do gestor é tão importante quanto a do administrador do fundo, tendo em vista que aquele será responsável pela escolha da composição da carteira, companhias a serem investidas e momento e meio para o desinvestimento. Por isso, além de dados estatísticos, estabelece o artigo 40, inciso VI, da ICVM 578/2016, que qualquer vantagem ou benefício auferido pelo gestor, por sua condição, deve ser transferido ao fundo, ou seja, a *expertise* passa a ser exigência legal.

²⁷¹ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 313.

No caso de delegação de funções pelo administrador para prestadores de serviços, estes também são alcançados pela transparência e devem estar claros para os investidores, além de alguns deles terem de aderir a este Código (art. 30, § 3º).

Pela importância da AMBIMA e ABVCAP para todo o mercado, caso a administração do fundo decida por seguir o respectivo Código de Boas Práticas, deverá indicar no prospecto de forma expressa e na formatação exigida por ambos os órgãos, bem como fazer uso do selo delas, a fim de que o investidor saiba que o fundo segue o dito Código.

O desenvolvimento do fundo de forma ética e transparente não encontra óbice na diversificação de classes entre cotistas, porém, isso também não implica em menor ou maior nível de informação. Em outras palavras, a simetria informacional é destinada a todos os integrantes do condomínio, conforme se depreende do artigo 29, inciso II, que inclui a prestação de contas, divulgação de contratos e acordos para conhecimento dos cotistas e outros.

Mesmo a transparência encontra limites, como todo direito, pois algumas informações, por serem confidenciais e estratégicas, se publicadas podem arriscar todo o plano do administrador e gestor do fundo e, por isso, se a máxima da transparência fosse aplicada colidiria com a busca pelo interesse do fundo. É por esta razão que o artigo 29, inciso VI, veda o mau uso da informação relevante.

Para fins de coercitividade na seara privada das regras ora estudadas, existe o Conselho de Regulação e Melhores Práticas, que será o órgão competente para julgamento e interpretação do diploma autorregulador. Com seu poder sancionador, pode expedir cartas de recomendação, aceite de termo de compromisso, multas, advertências públicas, suspensão temporária de uso dos dizeres e selo que demonstrem vinculação com o ora estudado Código de Boas Condutas.

Em suma, extrai-se que o Código de Boas Práticas ora estudado representa a força da iniciativa privada, tanto para formular quanto para aplicar suas próprias regras. Busca-se, assim, a autossuficiência para a regulação privada do mercado de capitais e sua existência dentro de padrões éticos, que se concretiza pelas extensas regras que exigem a padronização não só para os fundos, mas para toda uma cadeia de empresas investidas e prestadores de serviços. Aglutinam-se, então, no seio das associações autorreguladoras, suas fontes de credibilidade, quais

sejam a eficiência e honestidade, caracteres ainda deficientes na seara estatal brasileira.

Uma das funções da adoção de boas práticas de governança é a proteção dos investidores, em especial os minoritários²⁷², posto que, na economia brasileira, ainda é comum a concentração do capital, com ausência de um acionista controlador²⁷³. Uma pesquisa revelou que o controle via governança corporativa é o assunto mais importante para os gestores de fundos, sendo que 83,3% dos gestores concordam com este ponto²⁷⁴.

Como já foi abordado, o ciclo do PE é formado por uma vasta capilaridade de contratos, que o estruturam e que se destinam não só a regulamentar a convivência entre acionistas, mas também a proteger os minoritários. Por conta da dúvida quanto à força coercitiva do acordo de acionistas, no começo dos investimentos feitos no Brasil (década de 90) era mais comum a aquisição do bloco de controle²⁷⁵. Contudo, atualmente, já está sedimentado que o controle via acordo de acionistas substitui a aquisição do bloco de controle²⁷⁶, tendo em vista a efetividade deste documento²⁷⁷.

O acordo em comento orienta o direito de voto nos órgãos deliberativos existentes dentro de uma empresa, a coexistência entre acionistas, como a prelação, tratativas sobre a transferência de ações dos acionistas já integrantes da empresa²⁷⁸ ²⁷⁹. Por fim, incute, no seio da sua administração, a ideia de maximização do valor por meio da influência ativa ou veto da equipe gestora do fundo²⁸⁰.

Para o presente estudo, são destacados os seguintes órgãos deliberativos: a Assembleia Geral dos Acionistas e os Conselhos de Administração²⁸¹ e fiscal. Denota-se que, com a existência destes entes orgânicos, é possível a divisão de poderes e o privilégio de decisões colegiadas, constituindo uma forma de sistema de pesos e contra pesos, no intuito de se evitar autoritarismos, para que se materialize a governança corporativa. Por isso, 75% dos

²⁷² LOBO, 2015, op. cit., p. 225.

²⁷³ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas**: homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 31-32.

²⁷⁴ SANTOS, 2008, op. cit., p. 96.

²⁷⁵ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 87.

²⁷⁶ SILVA, 2010, op. cit., p. 21.

²⁷⁷ SANTOS, loc. cit., p. 26-27.

²⁷⁸ MARTINS, 2018, op. cit., p. 293.

²⁷⁹ MATTOS FILHO, 2015, op. cit., p. 454.

²⁸⁰ SILVA, loc. cit., p. 20.

²⁸¹ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 155.

gestores afirmam que há vinculação de suas representatividades com os órgãos acima²⁸².

O conselho de administração é órgão colegiado que planeja, de forma deliberada entre seus conselheiros, como se dará a execução do projeto da empresa, ou seja, tem caráter orientador²⁸³, mas que vincula o que deve ser executado pelo administrador. Assim se justifica o interesse de representação do gestor do fundo neste órgão²⁸⁴, já que só a partir dele é possível inserir os padrões de boa governança e efetivamente trabalhar para agregar valor à empresa²⁸⁵. Por esta razão, estudos comprovam que a intervenção do fundo PE favorece a criação de conselhos mais independentes²⁸⁶.

Frisa-se que nas sociedades limitadas inexistente a figura deste órgão, ou seja, a administração é singular²⁸⁷, motivo pelo qual os fundos de *Private Equity* optam pela mudança do regime societário para a S.A., tendo em vista sua obrigatoriedade neste último.

O conselho fiscal tem suas atribuições insculpidas no artigo 163 da LSA, que, além da própria fiscalização de forma geral, incluem a opinião sobre as medidas tomadas pela administração para serem levadas à Assembleia Geral de Acionistas, a denúncia de fatos graves, análise da contabilidade da empresa; o que sugere um órgão com caráter imparcial que consiga aferir se o objeto social está ou não sendo cumprido.

No entanto, destaca Fran Martins que o conselho fiscal está longe de concretizar os caracteres assinalados acima. Enfatiza que a realidade revelada é o mero acatamento das decisões da administração²⁸⁸.

A Assembleia Geral de Acionistas ou de Cotistas é o órgão máximo da empresa investida e extremamente estratégico para os fundos de PE. Sem prejuízo do total poder sobre o empreendimento, é competente para aprovar a entrada de novo sócio, o aumento do capital social, a distribuição de novos valores mobiliários, eleger e destituir membros dos conselhos acima estudados, aprovar o plano de

²⁸² SANTOS, 2008, op. cit., p. 103.

²⁸³ MARTINS, 2018, op. cit., p. 303.

²⁸⁴ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 167.

²⁸⁵ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 280.

²⁸⁶ GIOIELLI, 2013, op. cit., p. 131.

²⁸⁷ LOBO, 2015, op. cit., p. 16.

²⁸⁸ MARTINS, loc. cit., p. 311.

investimentos e alterar o estatuto social. Sendo assim, é de extrema importância o alinhamento deste órgão para que o intento dos investidores seja exitoso.

Ante essas considerações é que se consegue visualizar alguns pontos que o fundo em comento deve agir para defender seus interesses, por meio da implementação de boas práticas de governança, por força contratual.

Descreve o artigo 118 da LSA que os objetos abordados pelo acordo de acionistas serão: o poder de controle, compra e venda de ações, prelação das ações e exercício dos direitos políticos inerentes aos acionistas, bem como só será eficaz o documento que estiver arquivado na sede da companhia. Logo, mais uma vantagem em relação à sociedade limitada, que exige a solenidade do registro em cartório.

Segundo Carvalhosa, o arquivamento do referido instrumento na sede da sociedade objetiva dar publicidade do acordo e torná-lo oponível à própria sociedade e também a terceiros²⁸⁹. Logo, não basta o mero arquivamento, mas sim que o espírito deste ato seja seguido, qual seja, a publicidade geral, o que é reforçado pelas exigências dos códigos de boas práticas, que buscam total transparência para saber tanto sobre o que ocorre na empresa, quanto para se evitar quaisquer frustrações supervenientes por conta de acordos desconhecidos dos agentes do mercado.

O mesmo autor também destaca que, embora o legislador pátrio tenha taxado as matérias típicas inerentes ao acordo de acionistas, não torna o contrato ilícito a adesão de cláusulas estranhas ao legalmente taxado²⁹⁰. Aliás, apenas desta forma é que efetivamente se consegue estabelecer exigências para fins de melhor gestão, mesmo que acordado com acionistas minoritários, tornando possível a higidez dos fundos de *Private Equity*.

Para exercer seus direitos políticos dentro da empresa investida, de modo a intervir de forma ativa na gestão, podem os minoritários estabelecer, no acordo de acionistas, a reforma do estatuto social para que a classe de ações por eles subscritas possa ter direito de eleger em separado um conselheiro administrativo²⁹¹, sendo que o mesmo é permitido quanto à função de conselheiro fiscal. Conforme dispõe o art. 161, § 4º, “a”, LSA, infere-se que, neste caso, o direito

²⁸⁹ CARVALHOSA, 2011, op. cit., p. 52.

²⁹⁰ CARVALHOSA, loc. cit., p. 79.

²⁹¹ MARTINS, 2018, op. cit., p. 308.

é inerente ao acionista minoritário por força do acordo, sem necessidade de se obter uma maioria homogênea para a eleição dos conselheiros retro citados²⁹².

Cabe destacar que o poder de controle do fundo sobre a empresa investida é, teoricamente, relativo aos resultados obtidos por esta última depois de que a estrutura exigida pelo fundo for implementada, de modo que, quanto melhor forem os resultados, mais o administrador terá liberdade de gestão. Logo, a intervenção do fundo aumenta conforme são apresentados resultados negativos²⁹³.

Caso ainda não haja esta previsão no estatuto social, nada impede a aglutinação de votos²⁹⁴ na assembleia geral, ou a adoção de votos múltiplos, como forma de se obter este e demais intentos para a companhia, como, por exemplo, a fusão ou incorporação da investida em caso de venda estratégica.

Essas prerrogativas dos minoritários são denominadas de acordo de defesa, tendo em vista a proteção que lhes é garantida por serem minoritários, para que possam ter ingerência na administração empresarial²⁹⁵. Dito isso, as ocorrências mais comuns para se operar o poder de veto são as fusões e aquisições^{296 297}.

A natureza de um FIP demanda que haja efetiva ingerência na administração da empresa investida. Apesar das nomeações para cargos de gestão, o acordo de acionistas também pode prever a nomeação de um CEO, para que ambos os direitos se complementem^{298 299}, possibilitando-se, assim, que a administração da empresa esteja mais alinhada com as novas ideias trazidas pelo fundo. Tanto é que em 69% de todas as espécies de FIPs há troca do CEO³⁰⁰.

O direito de preferência permite que o fundo se proteja contra os efeitos da retirada de um sócio, realizada por qualquer meio de transferência de ações ou quotas, pois esta acarreta a entrada de um terceiro no quadro societário que pode impactar a estratégia traçada pela empresa³⁰¹. Desta forma, referida proteção tem o intuito claro de manter intacto o grupo original de sócios³⁰².

²⁹² MATTOS FILHO, 2015, op. cit., p. 465.

²⁹³ SANTOS, 2008, op. cit., p. 63.

²⁹⁴ MATTOS FILHO, loc. cit., p. 496.

²⁹⁵ CARVALHOSA, 2011, op. cit., p. 264.

²⁹⁶ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 292.

²⁹⁷ SANTOS, loc. cit., p. 109.

²⁹⁸ MATTOS FILHO, loc. cit., p. 475.

²⁹⁹ CARVALHOSA, loc. cit., p. 267.

³⁰⁰ RAMALHO; FURTADO; LARA, loc. cit., p. 276.

³⁰¹ CARVALHOSA, loc. cit., p. 122.

³⁰² MATTOS FILHO, loc. cit., p. 477.

O momento do desinvestimento define o sucesso do fundo, porém, pode ser potencial foco de conflito de interesses, diante da incerteza futura³⁰³. É por esta razão que o desinvestimento demanda um arranjo contratual que consiga resolver este possível problema. Pode-se citar, por exemplo, algumas cláusulas que são inseridas no acordo de acionistas para facilitar a saída do fundo da empresa investida e também prevenir os investidores de atos lesivos aos seus interesses.

A cláusula de *tag along* permite que o acionista signatário possa vender seus ativos (representativos de participação societária) pelo mesmo preço e condições que um primeiro acionista que deseje alienar a sua respectiva participação, sendo que, em pesquisa feita, 75,7% das organizações gestoras de FIPs usam desta cláusula³⁰⁴. Para fins de esclarecimento, este dispositivo contratual se aplica a qualquer tipo de ação e obriga o terceiro adquirente a comprar não só as ações negociadas com determinado acionista signatário, mas com todos os signatários³⁰⁵, de modo a protegê-los da incerteza que advirá do terceiro adquirente³⁰⁶.

A cláusula de *drag along* permite a venda conjunta de todas as ações dos seus signatários quando apenas uma parte deles decide pela alienação da parcela societária, podendo-se, inclusive, alienar o controle societário, o que implica uma maior valorização do preço das ações³⁰⁷, além de facilitar a tarefa do gestor do fundo de investimentos, quando este se deparar com uma boa opção de saída, mas sofrer atritos com os demais acionistas.

O acordo de acionistas válido e totalmente eficaz produz a coercitividade desejada, à medida que, por ser pautado na boa-fé, não permite que os seus signatários sejam dissonantes quanto ao voto. Em outras palavras, todos devem votar de maneira idêntica, tendo em vista que o presente contrato foi feito com o objetivo de se aglutinar votos necessários para determinado fim e, por isso, o voto contrário é abusivo³⁰⁸. Por esta razão, dispõe a LSA que o voto viciado quiçá será computado em assembleia (art. 118, § 8º).

³⁰³ CARVALHO, 2007, op. cit., p. 64.

³⁰⁴ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 296.

³⁰⁵ CARVALHOSA, 2011, op. cit., p. 311.

³⁰⁶ LOBO, 2015, op. cit., p. 63.

³⁰⁷ RAMALHO; FURTADO; LARA, loc. cit., p. 297.

³⁰⁸ CARVALHOSA, loc. cit., p. 39; 80.

Ary Mattos Filho entende que a assinatura do sócio gestor no acordo de acionistas dá mais credibilidade ao documento, tendo em vista que é presumido o alinhamento de interesses com os demais signatários³⁰⁹.

Em se tratando de empresas de capital fechado (as prediletas dos fundos de *Private Equity*), há que se entender que o acordo de acionistas é um excelente tipo contratual, à medida que se consegue maior flexibilidade para que ocorra o alinhamento de interesses. Além disso, preenche as lacunas legais referentes ao investimento em capital fechado e, por conseguinte, possibilita a reforma do estatuto, de forma a garantir a todos os acionistas maior segurança no investimento a ser feito e nos rumos da empresa, sem a presença burocrática e rígida do Estado.³¹⁰

De todo o exposto, consegue-se um panorama completo sobre as questões de governança corporativa que devem ser implementadas nas empresas, especialmente aquelas relativas aos contratos e cláusulas que visam assegurar a proteção e representação dos minoritários³¹¹, de modo a revelar a maturidade do mercado de capitais brasileiro e, por isso, criar valor para a empresa.

³⁰⁹ MATTOS FILHO, 2015, op. cit., p. 461.

³¹⁰ CARVALHOSA, 2011, op. cit., p. 326.

³¹¹ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 151.

4 CONEXÕES ENTRE *PRIVATE EQUITY* E RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Embora incipiente, a modalidade de investimentos de fundos de *Private Equity*, que trata de empresas em dificuldade financeira, denomina-se *distress* e representa cerca de 3%³¹² de todo o mercado de FIPs, porém possui uma expectativa da taxa média de retorno em 42,5%³¹³.

A recuperação judicial funciona como resposta estatal vigente para viabilizar a manutenção do setor produtivo, por meio de um procedimento judicial que instaura um concurso de credores, a fim de que haja um acordo coletivo para convalescer a empresa.

Percebe-se que ambos os institutos têm como função a recuperação empresarial, porém, com naturezas diferentes. Enquanto o primeiro se consubstancia num investimento que visa atingir o crescimento empresarial por meio da ingerência administrativa de um novo sócio na recuperanda; o segundo constitui uma medida judicial que busca a solução dos problemas financeiros por meio de negociações entre credores e devedores.

Além disso, a relação estabelecida entre empresário e o fundo é de caráter privado, logo, as negociações e remanejamentos feitos para solucionar os problemas não são levadas a público. Já o procedimento jurídico da RJ propicia uma devassa nas informações da empresa que as levará ao acesso público, provavelmente o que pode gerar um estigma do mercado. Este contraste das relações já foi abordado anteriormente e o que se concluiu foi que a notícia de uma empresa investida por um FIP implica em sensação de confiança para o mercado. Por outro lado, uma que entra em recuperação judicial lhe acarreta uma imagem negativa perante toda a sociedade, além da instabilidade nas relações das quais esta empresa faz parte.

O devedor empresário possui o arbítrio para escolher a forma de recuperação que lhe convier. Por isso, deve analisar quais os benefícios e malefícios de cada uma, tendo em vista que cada forma de recuperação tem objetivos diferentes.

Tanto a recuperação judicial quanto o fundo de *Private Equity* exigem a presença significativa de assessoria especializada para alcançar os objetivos de

³¹² ABVCAP; APEX-BRASIL, 2017, op. cit., p. 8.

³¹³ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 167; 177.

cada meio recuperatório eleito. O que muda é quem vai arcar com tais custos e o resultado obtido no fim de cada procedimento.

O FIP que aporte capital em empresas com dificuldade financeira está ciente da insuficiência de recursos do empresário, o qual é um impeditivo da participação deste no processo de diligência para compor a carteira do fundo, ou mesmo na implementação de toda a estrutura necessária até o desinvestimento. Por isso, é crível que os investidores que vejam uma boa ideia possam arcar com as despesas, bem como melhorar a eficiência financeira, para que o próprio devedor seja capaz de adimpli-las e, caso bem sucedida a estratégia elaborada pela equipe gestora, a forma de saída do fundo alcança bons e significantes retornos³¹⁴.

A recuperação judicial exige que o postulante arque com as custas judiciais, os honorários periciais e do administrador judicial, gastos com a instalação de assembleia geral de credores, equipe especializada de advogados e quaisquer outros que se mostrarem necessários para o deslinde do processo. O máximo de benefício que ele pode conseguir é a concessão da justiça gratuita, porém, isso depende da casuística. Após estes detalhes, se o plano traçado for bem sucedido, a empresa apenas encerra o processo com a declaração de que as dívidas sujeitas ao procedimento em tela foram quitadas, sem mais nenhum benefício.

Além desses resultados obtidos ao final do meio recuperatório, tem-se que levar em conta o fator tempo, tendo em vista que a mora judiciária é relevante³¹⁵. Estudo empírico feito na comarca de São Paulo vislumbrou que o tempo médio de encerramento do procedimento por cumprimento do plano foi de cinco anos e três meses³¹⁶, isso sem contar os casos em que a dilatação do prazo de pagamento é maior com aprovação da AGC.

A operação do fundo de *Private Equity*, em geral, termina em dez anos³¹⁷³¹⁸, o que, à primeira vista, pode parecer desestimulante. Por isso, o fator tempo deve estar conjugado com os benefícios retro citados, trazidos por cada meio

³¹⁴ FERREIRA, 2017, op. cit., p. 64.

³¹⁵ POZZO; RIBEIRO; ALVES, 2017, op. cit., p. 41.

³¹⁶ OLIVEIRA, Rd. **Recuperação judicial: uma análise empírica dos processos de recuperação judicial distribuídos junto à 2º Vara de Falência e Recuperações Judiciais do Foro Cível Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo, com ênfase nas recuperações judiciais encerradas por cumprimento**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015, p. 72. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13642/Rafael%20Alves%20de%20Oliveira%20-%20Dissertação.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 11 de julho de 2018.

³¹⁷ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 185.

³¹⁸ FERREIRA, loc. cit., p 6.

empregado, o que revela que, mesmo com um prazo maior, a espera possa valer a pena, tendo em vista a geração de valor, econômico e operacional, trazida para o empreendimento.

O insucesso é um denominador comum, tanto no fundo, quanto na recuperação judicial, e, por ser natural no ramo empresarial, não é este ponto que deve ser analisado, mas sim a chance de insucesso de cada meio eleito, para que se tenha uma melhor margem para escolha.

A recuperação judicial garante ao postulante a suspensão das execuções, proteção contra a penhora de bens primordiais para a manutenção, a ampla flexibilidade de negociação dos débitos com os credores, com a chance de se cancelar um acordo coletivo sem a necessidade de votação unânime, podendo-se dizer que estes são os benefícios mais atrativos. No entanto, em pesquisa feita na comarca de São Paulo, descobriu-se que, dos processos analisados, 44% da totalidade foi convolada em falência³¹⁹. Logo, subentende-se que, como este procedimento se trata de uma forma de sacrifício do crédito com alto índice de insucesso, o aumento da quantidade dessas demandas acaba por frustrar, de forma generalizada, os interesses dos credores³²⁰.

O fundo de *Private Equity* não tem o condão de suspender execuções ou impedir determinadas medidas constritivas do patrimônio, nem mesmo de realizar acordos sem um entendimento unânime. Contudo, a ampla *expertise* e contatos de todos os integrantes da operação podem ser benéficos para a celebração de acordos que visem quitar as dívidas, até mesmo quitá-las antecipadamente, por meio da eficácia de gestão financeira que pode ser proporcionada ao empresário, de modo que, com a presença dos fundos junto às negociações, haja maior credibilidade e, por isso, restem frutíferas. Conforme pesquisa empírica, a ocorrência de liquidação do fundo representa em média 10% de todas as saídas³²¹, o que demonstra que a maior parte delas é bem sucedida, ou seja, inversamente proporcional à taxa de sucesso da RJ.

A LRE concede aos credores de empresas em recuperação judicial maior prioridade para receber seus créditos em caso de falência, porém, a despeito desta benesse, há de serem consideradas as condições em que o mútuo será

³¹⁹ OLIVEIRA, 2015, op. cit., p. 94.

³²⁰ POZZO; RIBEIRO; ALVES, 2017, op. cit., p. 40-41.

³²¹ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 212.

concedido, tendo em vista que, como o risco do inadimplemento é alto, presume-se que os juros também serão³²². Logo, há um aumento do custo de transação em virtude da imprevisibilidade do adimplemento³²³. Por isso, os fundos de *private equity* podem substituir a contração do mútuo³²⁴, pois o aumento do capital social será contabilizado como ativo, haverá participação ativa dos integrantes do fundo para que a empresa se recupere³²⁵ e as empresas que buscam o aporte deste tipo de fundo são aquelas impossibilitadas de contrair empréstimos³²⁶, seja pelo seu histórico, ou pela falta de bens que possam servir de garantia real³²⁷. Esta é uma deficiência do mercado da qual constitui um nicho de atuação dos fundos PE³²⁸. Por sua vez, o mutuário apenas espera o adimplemento contratual, sem nenhuma preocupação referente ao sucesso da empresa.

Sendo assim, por conta da melhora na gestão, atração de ativos³²⁹, experiência, aumento de competitividade e real capacidade de recuperação de negócios³³⁰, é que os empresários deixam de lado o antigo receio de incluir um novo sócio na empresa e começam a ver com bons olhos a aplicação de boas práticas que garantem o crescimento sustentável³³¹, até porque, em caso de recuperação, são necessários executivos especializados³³², que estão inclusos na estrutura e rede de contatos da equipe gestora.

O aceite das diligências propostas pelo fundo é importante para que ele consiga criar sua estrutura dentro do empreendimento e, depois disso, elaborar a melhor estratégia para seu desenvolvimento. Estudo revela que, na comarca de São Paulo, nenhuma das recuperações convoladas em falência eram sociedades anônimas, mas, pelo contrário, eram sociedade limitadas³³³. Esta informação representa um bom sinal para a exigência de transformação societária pela empresa

³²² PIPOLO, 2016, op. cit., p. 51.

³²³ POZZO; RIBEIRO; ALVES, 2017, op. cit., p. 270.

³²⁴ ZORICIC, 2015, op. cit., p. 5.

³²⁵ LOBO, 2015, op. cit., p. 385.

³²⁶ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 100.

³²⁷ RIBEIRO, 2006, op. cit., p. 7.

³²⁸ SANTOS, 2008, op. cit., p. 62.

³²⁹ ABVCAP, 2017, op. cit., p. 10.

³³⁰ RIBEIRO, loc. cit., p. 31.

³³¹ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 347.

³³² ASTRAUSKAS, Fabio Bartolozzi. **Planejamento estratégico para empresas concordatárias e em recuperação judicial**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003, p. 28. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-15122003-113121/pt-br.php>. Acesso em: 09 de julho de 2018.

³³³ OLIVEIRA, 2015, op. cit., p. 66.

investida, pela facilidade de materializar as boas práticas de governança e se evitar uma futura falência.

A questão da seletividade das empresas que precisam de recuperação ainda permanece como um tema controverso, tanto na doutrina, quanto na jurisprudência, tendo em vista que o entendimento majoritário milita que o juiz não deve valorar os documentos acostados na inicial, mas apenas verificar se preenchem os requisitos legais para que se profira o despacho de processamento. Logo, infere-se que há possibilidade de que o referido instrumento legal possa ser usado como um meio de apenas se postergar a falência, à medida que a real condição da empresa não está sendo avaliada. Mesmo assim, pesquisa científica atesta que de todos os pedidos de RJ feitos, pouco mais da metade (54,74%) foram concedidos³³⁴ na comarca de São Paulo.

Ademais, se os documentos contábeis contidos na inicial da RJ fossem checados antes de se proferir o despacho de processamento, poderiam ser evitadas 83% de falências frustradas, que perduraram no Judiciário por cerca de 6 anos e meio, bem como custaram em média R\$ 7.616, sem que nenhum credor fosse satisfeito³³⁵.

Com as informações acima, é patente que o Estado se mostra incapaz de selecionar quem deve ou não receber a tutela do judiciário. No caso dos fundos de private equity, a empresa-alvo deve passar por diligências criteriosas antes de ser selecionada para receber a participação do fundo³³⁶. Por isso, o próprio fundo é competente para analisar uma situação pré-falimentar ou de inviabilidade dos negócios da empresa, que a impeçam definitivamente de se recuperar, até porque apenas 1% do total de empresas prospectadas recebeu o investimento³³⁷.

Nesta senda, percebe-se que determinados elementos intrínsecos à empresa investida podem não ser analisados na RJ como nos fundos PE, como, por exemplo, a capacidade e comprometimento da sua equipe³³⁸, fator este que pode ter

³³⁴ OLIVEIRA, 2015, op. cit., p. 60.

³³⁵ JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento. **Utilidade da informação contábil para eficiência dos processos de falência e de recuperação empresarial**. 2017, 113 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, p. 81; 91. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08082017-155317/>>. Acesso em: 11 de julho de 2018.

³³⁶ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 101.

³³⁷ RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011, op. cit., p. 170.

³³⁸ RAMALHO, loc. cit., p. 47.

um grande valor para a questão da recuperação, posto a credibilidade alcançada junto a credor³³⁹.

Depois de deferido o despacho de processamento, deve o postulante apresentar o Plano de Recuperação Judicial, que, como já arguido, tem função de persuadir os credores a aceitar um plano coletivo para adimplemento das dívidas sujeitas ao plano. Ocorre que, nos fundos de *Private Equity*, antes da aquisição de participação societária por este, deve o empresário apresentar o Plano de Negócios, que também possui função de persuadir³⁴⁰, mas, neste caso, tal plano é dirigido aos integrantes do fundo e, por isso, é possível perceber a disparidade, pois, quando se abordam os credores, há que se perceber que nem todos são instruídos ao ponto de conseguirem interpretar um relatório econômico-financeiro³⁴¹. Assim, presume-se a maior probabilidade de que um plano desta ordem possa estar viciado, em especial quando a análise do plano é feita de forma isolada pelos credores, o que pode ser prejudicial pela parcialidade destes³⁴² (e também deficiência da sincronia). Já o reverso acontece na análise de um plano de negócios, tendo em vista que este será checado por especialistas com amplo conhecimento técnico, além da ausência de qualquer vínculo com a empresa, de modo que não serão pressionados a aprovarem um empreendimento manifestamente infrutífero.

Havendo interesse comum por parte dos credores, estes podem passar a figurar como cotistas do fundo e, por isso, aproveitarem-se de um plano de reestruturação seguro, transparente e com maior credibilidade, para que, no futuro, consigam vantagem na valorização da empresa e, até mesmo, eventual distribuição de dividendos, sem prejuízo da possibilidade de que os credores alienem seus créditos para investidores interessados na reestruturação³⁴³. Desta forma, o credor consegue uma perspectiva promissora ao invés de enfrentar a incerteza da PRJ, tendo em vista sua relativa hipossuficiência.

³³⁹ ASTRAUSKAS, 2003, op. cit., p. 71.

³⁴⁰ RAMALHO, 2010, op. cit., p. 125.

³⁴¹ AGUILAR, Débora Zuim. **A inclusão de atividades contábeis nos processos de recuperação judicial**: discussão sobre os potenciais benefícios e impactos na remuneração. 2016. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016, p. 94. 112 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-27042016-120419/pt-br.php>. Acesso em: 14 de julho de 2018.

³⁴² AGUILAR, loc. cit., p. 92.

³⁴³ LOBO, 2015, op. cit., p. 380.

Como já discorrido em vários capítulos, a contabilidade regular e transparente é muito importante não só para o empresário que necessita dela para prever suas estratégias, mas também para gerar credibilidade junto aos credores de que inexistente fraude. Sendo assim, o tipo penal insculpido no artigo 178 da LRE coíbe o empresário que não tenha os livros contábeis obrigatórios. Por conseguinte, com a intervenção de um FIP, esta irregularidade pode ser sanada, de modo que seja até mais vantajoso para o empresário dividir a sociedade a enfrentar um processo crime.

A insegurança jurídica pode ser ocasionada pela interpretação normativa diversa daquela dada em texto com redação bem clara, em especial quando da aplicação do princípio da preservação da empresa, pois, em estudo empírico de diversas decisões judiciais, constatou-se a aplicação deste axioma desacompanhado de argumento racional ou dado técnico que pudesse embasar sua sobreposição em virtude da norma concreta, ocasionando-se, assim, um equívoco ao se deixar no mercado empresas com condições insustentáveis³⁴⁴.

Nesta senda, a racionalidade econômica é uma forma de melhor mensurar o alcance socioeconômico das decisões judiciais, para que o magistrado não se equivoque e conceda benesses que irão atingir apenas interesses individuais com a roupagem de coletivos, de modo a proferir decisões cujo teor terá mais eficácia e previsibilidade perante a sociedade como um todo³⁴⁵.

A figura do administrador judicial tem como função fiscalizar o andamento do plano e zelar pelo seu cumprimento, podendo requerer a convocação em falência, se for o caso. Destarte, cabe destacar que toda a equipe do fundo, em especial o administrador e o gestor, também está incumbida de zelar pelo cumprimento do plano de investimento e, se possível, sua melhora, podendo também desinvestir da empresa, caso haja desvirtuamento.

De qualquer forma, o administrador judicial não é motivado a tentar melhorar a empresa recuperanda e, como sua remuneração depende do prazo do processo, há possibilidade de que ele haja de forma tendenciosa, ao tentar alongá-lo³⁴⁶. Diferentemente do que ocorre nos FIPs, pois toda a equipe tem ganhos atrelados ao bom desenvolvimento empresarial e, por isso, a vantagem deste meio

³⁴⁴ PIPOLLO, 2016, op. cit., p. 163-164.

³⁴⁵ POZZO; RIBEIRO; ALVES, 2017, op. cit., p. 273; 279.

³⁴⁶ AGUILAR, 2016, op. cit., p. 93.

em detrimento da RJ pode ser revelada tanto pelo maior número de agentes que trabalham pelo sucesso, quanto pelo incentivo que lhes são concedidos por isso.

A discussão de matérias societárias na reestruturação empresarial varia entre o empresário comum e o que está assessorado pelo fundo PE, pois este último exige a convenção de arbitragem. Além disso, o uso da justiça estatal faz com que os polos da demanda enfrentem uma taxa de congestionamento de 73%³⁴⁷. Por outro lado, na arbitragem, a maioria das sentenças é proferida num prazo de até seis meses, sendo que a minoria, mesmo não proferida no prazo de 6 meses, não ultrapassa o prazo legal para julgamento, além da flexibilidade das partes para maior participação do desenvolvimento do processo³⁴⁸.

Por todos os benefícios demonstrados sobre o fundo de *Private Equity* é que se o recomenda como forma de financiamento empresarial³⁴⁹ e de recuperação de empresas^{350 351}. Tanto é que pesquisa aponta que 45% dos investidores nacionais entrevistados pretendem aumentar um pouco seus investimentos, especialmente quando o foco deste tipo de fundo muda. Segundo reportagem da Revista Valor Econômico, depois da crise que o Brasil vivenciou, as empresas próximas, ou que já estejam em processo de recuperação judicial, também são alvos de investimento, o que pode ocorrer através da aquisição de dívidas conversíveis³⁵².

O caso da reestruturação da América Latina Logística constitui exemplo notório de que o raciocínio proposto no presente trabalho não é eminentemente teórico, mas que já alcançou resultados práticos positivos. A empresa que atua no ramo ferroviário surgiu em 1998, com as privatizações do governo federal. No caso, toda a malha ferroviária brasileira era deficiente e operava com tecnologia obsoleta³⁵³, de modo que o GP Investimentos adquiriu participação

³⁴⁷ CNJ. **Justiça em Números 2017: Destaques**. Brasília: CNJ, 2017, p. 6. Disponível em: <www.cnj.jus.br/files/conteudo/arquivo/2017/09/e5b5789fe59c137d43506b2e4ec4ed67.pdf>. Acesso em: 12 de julho de 2018.

³⁴⁸ DIAS, 2017, op. cit., p. 287.

³⁴⁹ ASTRAUSKAS, 2003, op. cit., p. 27.

³⁵⁰ LOBO, 2015, op. cit., p. 386.

³⁵¹ CARVALHO, 2007, op. cit., p. 65.

³⁵² MANDL, Carolina; MANTOAN, Victória. **Fundos miram companhias em crise**. Valor Econômico. São Paulo, ago. 2017, s.p. Disponível em: <www.valor.com.br/financas/5074390/fundos-miram-companhias-em-crise>. Acesso em: 16 de julho de 2018.

³⁵³ TIECHER, Luiz Eduardo Gonçalves. **A questão da longevidade saudável após processos de reestruturação**. 2009. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2009, p. 87. 315 p. Disponível em: <www.coppead.ufrj.br/upload/publicacoes/Luiz_Tiecher.pdf>. Acesso em: 14 de julho de 2018.

societária da ALL para fins de promover sua reestruturação, que se deu com estabelecimento de remuneração variável em relação à produtividade, com direito de opções, efetiva melhora operacional e financeira, o que favoreceu a celebração de contratos de longo prazo³⁵⁴. Segundo reportagem da revista Época, a empresa faturou em média um bilhão de reais por ano e agora conta com tecnologia de ponta para suas operações³⁵⁵, além de que abriu capital em bolsa de valores no ano de 2004, o que representa o impacto positivo da interferência do fundo, no sentido de recuperar efetivamente uma empresa e, ainda, fazer com que ela se destaque no mercado.

³⁵⁴ TIECHER, 2009, op. cit., p. 104-105.

³⁵⁵ ÉPOCA. **A receita da GP**. Disponível em: <revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,,EMI45918-15208,00-A+RECEITA+DA+GP.html>. Acesso em: 16 de julho de 2018.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como enfoque a atuação dos fundos de *private equity* na reestruturação de empresas maduras, como alternativa ao uso da recuperação judicial, de forma a revelar um método mais eficiente, ínsito à própria iniciativa privada, sem intermediação do Poder Judiciário.

No segundo capítulo, abordou-se a profundidade da crise econômica brasileira, com dados oficiais que revelam, de forma cabal, que o empresariado foi afetado com condições bastante adversas para o desenvolvimento das suas atividades fim e, conseqüentemente, o número de pedidos de recuperação judicial aumentou de forma significativa.

Nesta senda, como a opção é a via judicial para se promover a convalescença empresarial, arguiu-se o histórico normativo para mostrar os anseios do empresariado sobre como atingir este objetivo, inferindo-se pela maior flexibilidade do procedimento e menor interferência estatal. Entretanto, mesmo com as melhoras trazidas pelo legislador, a presença estatal ainda é significativa e também mal vista pelos empresários, o que fortalece a ideia de solução de mercado abordada nos capítulos seguintes.

A solução de mercado precisa, necessariamente, de liberdade entre os agentes econômicos e, por isso, explanou-se sobre o neoliberalismo brasileiro, capítulo em que foi possível identificar como se deu a abertura do mercado brasileiro e qual o papel da iniciativa privada a partir deste momento, bem como as delegações feitas pelo Estado. Por isso, a inteligência é que, atualmente, o investimento privado ocupa maior protagonismo junto à economia, o que, conseqüentemente, concede-lhe maior liberdade operacional e contratual para implementar a solução de mercado.

O terceiro capítulo apresentou as características gerais dos fundos de investimento, para depois se arguir sobre as características específicas dos fundos de *private equity*, denominados de fundos de investimento em participações. Descobriu-se se tratarem de entes de direito privado com regulamentação exclusiva pela CVM, com natureza jurídica condominial, porém com regras específicas que não se assemelham com qualquer outro instituto jurídico vigente no ordenamento pátrio, tendo em vista o esforço para se manter a natureza de uma construção do direito alienígena.

O profundo estudo sobre o funcionamento do FIP demonstrou que se trata de um instrumento complexo e de longa duração, que visa à eficiência financeira e operacional da companhia investida da participação societária do fundo na sua administração. Isto demanda a celebração de uma gama de contratos, alterações na estrutura da sociedade da empresa, adoção de boas e novas práticas de gestão e perspectivas de negócios, para que o desinvestimento consiga ser bem sucedido para todas as partes. Ainda, é um veículo que prega a transparência e honestidade para alcançar seus objetivos.

Com dados concretos, conseguiu-se demonstrar que toda a complexidade empregada nas operações dos fundos de fato acarreta em bons rendimentos, tendo em vista que a maior parte das saídas promovidas pelos fundos foi bem sucedida. Além disso, a qualidade operacional das empresas investidas melhorou, de modo a provar que a intervenção do instituto ora debatido consegue efetivamente gerar um retorno que não se restringe apenas a termos financeiros, o que auxilia a fortalecer o mercado nacional.

Já no último capítulo se procedeu a um cruzamento de informações e resultados obtidos por meio de pesquisas científicas, reportagens jornalísticas e outros dados concretos, tanto sobre a recuperação judicial, quanto sobre o fundo de investimento em participações. Foi possível extrair que a recuperação judicial possui um baixo desempenho quando o assunto é a efetiva convalescença empresarial, sendo atestado cientificamente que há uma alta taxa de falências das empresas postulantes. Além disso, constatou-se, também, a deficiência quanto à seletividade das que realmente farão jus ao benefício, de modo que, na prática forense, está demonstrado o uso indevido deste recurso para protelar uma possível falência.

Os dados obtidos sobre os fundos de participação, embora escassos, revelam que as estratégias adotadas, objetivando-se a reestruturação, são eficientes, pois toda a estrutura que os acompanha é focada em identificar e solucionar o cerne do problema que atinge a empresa investida. Destaca-se que estas obrigações são cumpridas por profissionais altamente qualificados, que são estimulados a proporcionar e exigir os melhores resultados. Como forma de concretizar toda a base teórica exposta, foi dado o exemplo da reestruturação da América Latina Logística, que, ao receber a participação de um fundo, conseguiu se reestruturar e criar valor até abrir capital na bolsa de valores.

Ante o explanado acima, conclui-se que o objetivo deste trabalho foi alcançado nos mesmos termos que pretendidos no introito, qual seja o de demonstrar que os fundos de *private equity* podem ser substitutivos da recuperação judicial, ao menos para as grandes empresas, tendo em vista que o método tipológico e análise empírica, com base na análise econômica do direito, conseguiram demonstrar, cabalmente, a maior eficiência do meio alternativo ora estudado e, assim, oferecer para o empresariado brasileiro outro caminho para vencer as dificuldades financeiras.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, Nelson. **Curso de direito falimentar**. 5. ed. São Paulo: LEUD, 1997.

_____. **Direito bancário**. 14. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2011.

ABVCAP. **Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital?** 2015. Disponível em: <www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf>. Acesso em: 31 de março de 2018.

_____. **Estrutura Legal dos Fundos de Private Equity e Venture Capital (2018)**. 2018. Disponível em: <www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4010.pdf>. Acesso em: 5 de julho de 2017.

ABVCAP; AMBIMA. **Código ABVCAP/AMBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE**. 2011. Disponível em: <www.anbima.com.br/data/files/9F/61/C0/D2/2CC575106582A275862C16A8/C_digo_20ANBIMA_20ABVCAP_1_.pdf>. Acesso em: 27 de junho 2018.

ABVCAP; APEX-BRASIL. **Perspectivas dos investidores sobre Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2017. Disponível em: <www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3619.pdf>. Acesso em: 14 de julho de 2018.

ABVCAP; KPMG. **Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil (2011.2012.2013.2014.2015.2016.2017)**. 2018. Disponível em: <www.abvcap.com.br/pesquisas/estudos.aspx?c=pt-br>. Acesso em: 5 de julho de 2018.

AGUILAR, Débora Zuim. **A inclusão de atividades contábeis nos processos de recuperação judicial**: discussão sobre os potenciais benefícios e impactos na remuneração. 2016. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. 112 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-27042016-120419/pt-br.php>. Acesso em: 14 de julho de 2018.

ALMEIDA, Amador Paes de. **Curso de falência e concordata**. 18. ed., ampl. e atual. São Paulo: Saraiva, 2000.

_____. **Curso de falência e recuperação de empresa**. 27. ed. rev. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2013.

ALVARENGA, Darlan; TREVIZAN, Karina. **Por que o preço do petróleo caiu tanto? Veja perguntas e respostas**. G1, São Paulo, jan. 2016. Disponível em: <g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2016/01/por-que-o-preco-do-petroleo-caiu-tanto-veja-perguntas-e-respostas.html>. Acesso em: 8 de março de 2018.

ARAUJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno. **A nova lei de falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito**. In: Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE), Rio de Janeiro, v. 36, n. 2, agosto de 2006, p. 209-254. Disponível em: <repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/4096>. Acesso em: 9 de junho de 2018.

ASTRAUSKAS, Fabio Bartolozzi. **Planejamento estratégico para empresas concordatárias e em recuperação judicial**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003, 84 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-15122003-113121/pt-br.php>. Acesso em: 9 de julho de 2018.

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

BATISTA, Paulo Nogueira. **O consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos**, 1994, p. 21-37. Disponível: <www.consultapopular.org.br/sites/default/files/consenso%20de%20washington.pdf>. Acesso: 14 de abril de 2018.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Falências Comentada: método de estudo para a lei de falência, comentário artigo por artigo, com os julgados mais recentes**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

_____. **Informação obtida em palestra**. I Congresso de Direito Empresarial de Presidente Prudente, 2018.

BRASIL. Conselho da Justiça Federal. **Enunciado nº 44 da I Jornada de Direito Comercial**. Disponível em: <www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/69>. Acesso em: 1 de maio de 2018.

_____. Conselho da Justiça Federal. **Enunciado nº 46 da I Jornada de Direito Comercial**. Disponível em: <www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/101>. Acesso em: 1 de maio de 2018.

_____. Conselho da Justiça Federal. **Enunciado nº 384 da IV Jornada de Direito Civil**. Disponível em: <www.cjf.jus.br/cjf/CEJ-Coedi/jornadas-cej/enunciados-aprovados-da-i-iii-iv-e-v-jornada-de-direito-civil/compilacaoenunciadosaprovados1-3-4jornadadircivilnum.pdf/view>. Acesso em: 26 de junho de 2018.

_____. **Decreto-Lei Nº 7.661, de 21 de junho de 1945**. Lei de Falências. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del7661.htm>. Acesso em: 4 de março de 2018.

_____. **Instrução CVM 539, de 13 de novembro de 2013**. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Diário Oficial da República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 14 nov. 2013. Disponível em: <www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>. Acesso em: 1 de julho de 2018.

_____. **Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014.** Dispõe sobre a constituição, administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Diário Oficial da República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 23 dez. 2014. Disponível em: <www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 28 de março de 2018.

_____. **Instrução CVM 578, de 30 ago. 2016.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 13 set. 2016. Disponível em: <www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Acesso em: 28 de março de 2018.

_____. **Lei Nº 8.031, de 12 de abril de 1990.** Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. Disponível em: <legis.senado.leg.br/legislacao/ListaTextoSigen.action?norma=549907&id=14343401&idBinario=15715402&mime=application/rtf>. Acesso em: 14 de abril de 2018.

_____. **Lei Nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005.** Regular a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11101.htm> Acesso em: 3 de março de 2018.

_____. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial.** Recurso Especial nº 1.314.209 -SP. Recorrente: Companhia Brasileira de Açúcar e Alcool - Em Recuperação Judicial e Outro. Recorrido: Agrícola Santa Olga Ltda e Outro. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Brasília, julgado em 22 de maio de 2012, DJe 1 de junho de 2012.

_____. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial.** Recurso Especial nº 1.359.311-SP. Recorrente: Braido-Leme Indústria Química Ltda. Recorrido: Rei Frango Abatedouro Ltda. Relator: Ministro Luis Felipe Salomão. Brasília, julgado em 9 de setembro de 2014, DJe 30 de setembro de 2014.

_____. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial.** Recurso Especial nº 1.660.893-MG. Recorrente: TOPFILME INDUSTRIA DE MATERIAIS PLASTICOS LTDA - - EPP EM RECUPERACAO JUDICIAL. Recorrido: Banco Bradesco S/A. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Brasília, julgado em 8 de agosto de 2017, DJe 14/08/2017.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Assalto ao Estado e ao mercado, neoliberalismo e teoria econômica.** In: Estudos Avançados, São Paulo, v. 23, n. 66, 2009, p. 7-23. Disponível em: <www.bresserpereira.org.br/view.asp?cod=3104>. Acesso em: 14 de abril de 2018.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; THEUER, Daniela. **Um Estado novo-desenvolvimentista na América Latina?** In: Economia e Sociedade, [S.l.], v. 21, n. 4, dezembro de 2015, p. 811-829. Disponível em:

<periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8642258>. Acesso em: 13 de abril de 2018.

CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira. **Novação recuperacional**. *In: Revista do Advogado – Aasp*, v. 29, n. 105, setembro de 2009, p. 115-128.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 9.ed., rev. e atual. São Paulo: SaraivaJur, 2018.

CARVALHO, Antonio Gledson de. **Razões para otimismo**. *In: GV-executivo*, v. 6, n. 2, 2007, p. 61-65. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/gvexecutivo/article/view/34571/0>. Acesso em: 11 de junho de 2018..

CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho**. São Paulo: Saraiva, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial: volume 1: direito de empresa**. 20. ed., rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016a.

_____. **Curso de direito comercial: volume 3 : direito de empresa**. 17. ed., rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016b.

CNJ. **Justiça em Números 2017 : Destaques**. Brasília: CNJ, 2017. Disponível em: <www.cnj.jus.br/files/conteudo/arquivo/2017/09/e5b5789fe59c137d43506b2e4ec4ed67.pdf>. Acesso em: 12 de julho de 2018.

CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Jun. 2002. Disponível em: <www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 27 de junho de 2018.

CORRÊA, Rodrigo de Oliveira Botelho. **A Função Social do Poder de Controle nas Sociedades Anônimas: Aspectos Atinentes à Governança Corporativa**. *In: Governança Corporativa (CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo – Org.)*. São Paulo: Lazuli, 2005, p. 11-28.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização**. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, 242 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tdc-17122009-171118/pt-br.php>. Acesso em: 1 de julho de 2018.

DE LUCCA, Newton. **Abuso do Direito de Voto de Credor na Assembleia Geral de Credores prevista nos Arts. 35 a 46 da Lei 11.101/05**. *In: Direito Recuperacional II: Aspectos Teóricos e Práticos (DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo; ANTONIO, Nilva M. Leonardi – Coord.)*. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 223-249.

DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael de Campos. **Introdução ao Private Equity**. São Paulo: Atlas, 2015.

DIAS, Feliciano Alcides. **A Arbitragem sob a perspectiva econômica do direito: uma alternativa para a democratização do acesso à justiça nas relações empresariais**. 2017. Tese (Doutorado em Direito Público) – Escola de Direito, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2017, 376 p. Disponível em: <www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/6686>. Acesso em: 30 de junho de 2018.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento das empresas em crise**. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, 337 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27082013-114525/pt-br.php>. Acesso em: 10 de junho de 2018.

DIAS, Reinaldo. **Sociologia das organizações**. Atlas, 01/2008. [Minha Biblioteca]. Disponível em: <integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522466139/pageid/39>. Acesso em: 13 de abril de 2018.

DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros. **As fases da recuperação judicial/ de acordo com a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005**. Curitiba: Livraria jurídica, 2009.

EIZIRIK, Nelson; et. al. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 3ª ed., rev. e ampl. São Paulo: Renovar, 2011.

ÉPOCA. **A receita da GP**. Disponível em: <revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,,EMI45918-15208,00-A+RECEITA+DA+GP.html>. Acesso em: 16 de julho de 2018.

ESTEVEZ, André Fernandes. **Das Origens do Direito Falimentar à Lei Nº 11.101/2005**. In: Revista Jurídica Empresarial, Sapucaia do Sul, ano 3, n. 15, jul/ago. 2010, p. 11-50.

FERREIRA, Rafael Sach. **Avaliação de desempenho de empresas investidas por private equity e seus gestores através do sistema DuPont**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, 2017. 83 p. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/18505/Dissertação%20Rafael%20Sach%20Ferreira%20-%20Mestrado%20Profissional%20em%20Economia%20e%20Finanças%20Corporativas.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 de julho de 2018.

FURTADO, Cláudio Vilar. **Venture capital e private equity: parte I**. FGV EAESP - GVPesquisa – Vídeos, 2009. 10:22. Disponível em: <hdl.handle.net/10438/14298>. Acesso em: 23 de junho de 2018.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. **Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas?: evidências das empresas estreadas na Bovespa**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2013. Disponível em: <www.anbima.com.br/data/files/2C/52/DD/6B/B12E7510E7FCF875262C16A8/tese-ebook_sabrinagioielli_1_.pdf>. Acesso em: 12 de julho de 2018.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA: Séries Históricas**. Disponível em: <www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>. Acesso em: 7 de março de 2018.

_____. **Sistema de Contas Nacionais: Brasil 2015**. Rio de Janeiro: IBGE, n. 56, 2017. Disponível em: <biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101289_informativo.pdf>. Acesso em: 8 de março de 2018.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento. **Custos de falência da legislação falimentar brasileira**. 2014. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, 79 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-18032014-153304/pt-br.php>. Acesso em: 9 de junho de 2018.

_____. **Utilidade da informação contábil para eficiência dos processos de falência e de recuperação empresarial**. 2017. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, 113 p. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08082017-155317/>>. Acesso em: 11 de julho de 2018.

LOBO, Otto Eduardo Fonseca. **A Recuperação Judicial e o “Uso de Private Equity”:** **Venda de Ativos e Reestruturação Societária**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2015. Disponível em: <diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf>. Acesso em: 29 de junho de 2018.

LONGO, José Henrique; PHEBO, Márcia Setti. **Fundos de Investimento**. *In*: Revista Tributária das Américas, São Paulo, ano 3, volume 6, jul-dez.2012, p. 283-303.

MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano; CERZETTI, Sheila Christina Neder. **Transparência e Divulgação de Informações nos Casos de Recuperação Judicial de Empresas**. *In*: Direito Recuperacional II: Aspectos Teóricos e Práticos (DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo; ANTONIO, Nilva M. Leonardi – Coord.). Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 79-105.

MAGALHÃES, Átila de Alencar Araripe. **A Gestão Empresarial no Plano de Recuperação Judicial das Empresas, à Luz da Lei de Falências (Lei nº 11.101, de fevereiro de 2005)**. 2014. 109 p. Dissertação (Mestrado em Administração de

Empresas) – Universidade de Fortaleza (UNIFOR), PPGA, Fortaleza, 2014.

Disponível em:

<www.unifor.br/bdtd?p_p_id=unifor_bdtd_bdtdPortlet_INSTANCE_XBbIFAsO7Svx&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view&_unifor_bdtd_bdtdPortlet_INSTANCE_XBbIFAsO7Svx_mvcRenderCommandName=defense_details_render&_unifor_bdtd_bdtdPortlet_INSTANCE_XBbIFAsO7Svx_course=67&_unifor_bdtd_bdtdPortlet_INSTANCE_XBbIFAsO7Svx_registration=1315019>. Acesso em: 10 de junho de 2018.

MALHEIROS, Aristides. **Plano de recuperação – isso funciona?** *In*: Revista do Advogado – AASP, v. 29, 105, 2009, p. 21-28.

MANDL, Carolina; MANTOAN, Victória. Fundos miram companhias em crise. **Valor Econômico**. São Paulo, ago. 2017. Disponível em:

<www.valor.com.br/financas/5074390/fundos-miram-companhias-em-crise>. Acesso em: 16 de julho de 2018.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**. 41. ed. rev., atual e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**: volume 1, tomo 1. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2015.

_____. **Direito dos valores mobiliários**: volume 1, tomo 2. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2015.

MILANI, Mario Sergio. **Lei de Recuperação Judicial, recuperação extrajudicial e falência comentada**. São Paulo: Malheiros, 2011.

MILLER, Daniel Schiavoni. **Governança Corporativa e Full Disclosure: O direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista**. *In*: Governança Corporativa (CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo – Org.). São Paulo: Lazuli, 2005, p. 91-128.

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de direito comercial e de empresa**: volume 3: recuperação de empresas, falência e procedimentos concursais administrativos. 12.ed. São Paulo: SaraivaJur, 2018.

NERY, P. F. **A Visão das Agências Internacionais de Classificação de Risco sobre o Congresso Nacional**. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado, agosto/2015 (Boletim Legislativo nº 33, de 2015). Disponível em: <www.senado.leg.br/estudos>. Acesso em 7 de março de 2018.

OLIVEIRA, Rd. **Recuperação judicial: uma análise empírica dos processos de recuperação judicial distribuídos junto à 2º Vara de Falência e Recuperações Judiciais do Foro Cível Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo, com ênfase nas recuperações judiciais encerradas por cumprimento**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015, 106p. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13642/Rafael%20Alves%20d>

e%20Oliveira%20-%20Dissertação.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 11 de julho de 2018.

PEREZ, Marcelo Monteiro. **Uma contribuição ao estudo do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil**. 2008. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, 233 p. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02092008-155403/pt-br.php>>. Acesso em: 12 de maio de 2018.

PIPOLO, Henrique Afonso. **Princípio da preservação da empresa na recuperação judicial: uma análise da sua aplicação na jurisprudência**. 2016. 174 p. Tese (Doutorado em Direito) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <tede2.pucsp.br/handle/handle/19589>. Acesso em: 11 de julho de 2018.

POZZO, Emerson Luís Dal. **Paradigmas da função social da empresa em crise**. 2017. Tese (doutorado) - Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Jurídicas, Programa de Pós-Graduação em Direito. Defesa: Curitiba, 29/09/2017. 299 p. Disponível em: <acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/52993/R%20-%20T%20-%20EMERSON%20LUIS%20POZZO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 7 de julho de 2018.

RAMALHO, Caio. **Introdução ao private equity e venture capital para empreendedores**. São Paulo: FGV, 2010. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8421>. Acesso em: 10 de maio de 2018.

RAMALHO, Caio; FURTADO, C. V.; LARA, R. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital : 2º censo brasileiro**. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Brasília, DF: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011. Disponível em: <bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8419>. Acesso em: 21 de junho de 2018.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. 137 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>. Acesso em: 14 de julho 2018.

SALLUM JR, Brasílio. O Brasil sob Cardoso: neoliberalismo e desenvolvimentismo. **Tempo social**, São Paulo, v. 11, n. 2, outubro de 1999, p. 23-47. Disponível em: <www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-20701999000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 14 de abril de 2018.

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de contratos de private equity & venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro**. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração de Empresas) -

FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008, 149 p. Disponível em: <hdl.handle.net/10438/2373>. Acesso em: 23 de junho de 2018.

SARAIVA, Luciana de Pontes. **Governança Corporativa e Auditores Independentes: Uma visão do Sarbanes-Oxley Act e da Regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários**. In: Governança Corporativa (CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo – Org.). São Paulo: Lazuli, 2005, p. 129-144.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Sobrevivência das Empresas no Brasil**. Brasília, Unidade de Gestão Estratégica, 2016. Disponível em: <datasebrae.com.br/sobrevivencia-das-empresas/>. Acesso em: 24 de março de 2018.

SERASA EXPERIAN. **Indicador Serasa Experian de Falências de Recuperações**. Disponível em: <www.serasaexperian.com.br/release/indicadores/falencias_concordatas.htm>. Acesso em: 16 de março de 2018.

SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza e. **O controle societário nas companhias com investimentos de fundos de private equity listadas na BM&FBVESP**. Dissertação (Mestrado em Direito) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010. 160p. Disponível em: <hdl.handle.net/10438/8385>. Acesso em: 12 de julho de 2018.

SPC BRASIL. **Quantidade de Dívidas: Pessoa Física**. Disponível em: <cndl.cdls.org.br/iniciativas-e-projetos/indicadores-economicos/>. Acesso em: 16 de março de 2018.

TEIXEIRA, Tarcisio. **A recuperação judicial de empresas**. In: Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, janeiro de 2012, p. 181-214. Disponível em: <www.periodicos.usp.br/rfdusp/article/view/67943>. Acesso em: 6 de junho de 2018.

TIECHER, Luiz Eduardo Gonçalves. **A questão da longevidade saudável após processos de reestruturação**. 2009. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2009. 315 p. Disponível em: <www.coppead.ufrj.br/upload/publicacoes/Luiz_Tiecher.pdf>. Acesso em: 14 de julho de 2018.

TROVO, Beatriz Villas Boas Pimentel. **Captação de recursos por empresas em recuperação judicial e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, 162 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-22082014-095725/pt-br.php>. Acesso em: 1 de maio de 2018.

VASCONCELOS, Ronaldo. **Direito processual falimentar: de acordo com a lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

ZORICIC, Ana Carolina Cabana. **Competência do CADE na disciplina antitruste das operações envolvendo fundos de private equity**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, 226 p. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-24022016-163044/pt-br.php>. Acesso em: 7 de julho de 2018.