

**O VOTO DO ACIONISTA-CREDOR NO PLANO ALTERNATIVO:
UMA ABORDAGEM EMPÍRICA**

*THE SHAREHOLDER-CREDITOR'S VOTE ON THE ALTERNATIVE PLAN:
AN EMPIRICAL APPROACH*

*VOTO DEL ACCIONISTA-ACREEDOR SOBRE EL PLAN ALTERNATIVO:
UN ENFOQUE EMPÍRICO*

Ivana Harter¹

RESUMO

O presente trabalho analisa a possibilidade de exercício de direito de voto pelo acionista/sócio e credor da sociedade em recuperação judicial, tendo em vista as alterações promovidas pela Lei nº 14.112/2020 à Lei nº 11.101/2005 (“Lei de Falência e Recuperação Judicial” ou “LRF”), que previu a legitimidade residual dos credores para apresentação de proposta alternativa de reestruturação. São examinadas as linhas gerais para compreensão do interesse do acionista no processo de recuperação da sociedade. Em seguida, trata-se da disciplina (ou não disciplina) legal para o processamento do plano alternativo de recuperação judicial apresentado pelos credores. Na sequência, são apresentados os debates em torno do exercício do direito de voto pelo acionista/sócio credor no plano alternativo do credor travados no âmbito da recuperação judicial da Samarco Mineração S.A., o primeiro caso em que foram apresentados planos alternativos à luz da nova redação da LRF. Ao longo do trabalho, propõe-se uma abordagem empírica para compreender a relevância do voto do acionista no plano alternativo à luz (i) da análise da representatividade dos casos em que a apresentação do plano alternativo poderia evitar a falência da sociedade devedora e (ii) dos critérios considerados pela jurisprudência do Tribunal de Justiça de São Paulo para o impedimento de voto do acionista, conforme interpretação do artigo 43 da LRF.

Palavras-chave: voto do acionista/sócio-credor; plano alternativo dos credores; recuperação judicial da Samarco.

¹ Advogada; Mestranda em Direito Comercial; Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC SP; ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4960-246X>.

ABSTRACT

This paper aims at analyzing the possibility of the shareholder/partner who is also a creditor of a company undergoing judicial recovery to exercise their voting rights. The analysis is made considering the changes promoted by Law 14,112/2020 to Law 11,101/2005 (“Brazilian Bankruptcy Law” or “LRF”), presuming the residual legitimacy of creditors to present an alternative restructuring proposal. Its general lines are examined to understand the shareholder's interest in the company's recovery process. This study analyzes the legal norms (or lack of norms) for the processing of the alternative judicial reorganization plan presented by creditors and introduces the debates surrounding the exercise of the shareholder/ creditor partner's right to vote in the creditor's alternative plan held within the scope of the judicial recovery of Samarco Mineração S.A., the first case in which alternative plans were presented after the changes in LRF. Throughout the work, an empirical approach is proposed to understand the relevance of the shareholder vote on the alternative plan considering (i) the analysis of the representativeness of cases in which the presentation of the alternative plan could avoid the bankruptcy of the debtor company and (ii) the criteria held by the jurisprudence of the São Paulo Court of Justice (TJSP) for preventing shareholders from voting, as interpreted in article 43 of the LRF.

Keywords: shareholder-creditor's vote; creditor's alternative reorganization plan; Samarco's judicial reorganization proceeding.

RESUMEN

Este trabajo analiza la posibilidad de ejercer el derecho de voto por parte del accionista/socio y acreedor de la empresa en recuperación judicial, en vista de los cambios impulsados por la Ley n° 14.112/2020 a la Ley n° 11.101/2005 (“Ley de Quiebras y Recuperación Judicial”) o “LRF”), que preveía la legitimidad residual de los acreedores para presentar una propuesta de reestructuración alternativa. Se examinan las líneas generales para comprender el interés del accionista en el proceso de recuperación de la empresa. A continuación, se trata de la disciplina jurídica (o indisciplina) para tramitar el plan alternativo de recuperación judicial presentado por los acreedores. A continuación, se presentan los debates en torno al ejercicio del derecho de voto por parte del accionista/socio acreedor en el plan alternativo del acreedor celebrado en el ámbito de la recuperación judicial de Samarco Mineração S.A., primer caso en el que se presentaron planes alternativos a la luz de la nueva redacción de LRF. A lo largo del trabajo, se propone un enfoque empírico para comprender la relevancia del voto de los accionistas sobre el plan alternativo a la luz de (i) el análisis de la representatividad de los casos en los que

la presentación del plan alternativo podría evitar la quiebra de la empresa deudora y (ii) de los criterios considerados por la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de

São Paulo (TJSP) para impedir que los accionistas voten, según lo interpreta el artículo 43 de la LRF.

Palabras clave: voto del accionista/socio acreedor; plan alternativo de los acreedores; recuperación judicial de Samarco.

Data de submissão: 18/03/2024

Data de aceite: 25/11/2024

1 INTRODUÇÃO

A nova redação da LRF (Brasil, 2021) possibilitou aos credores a apresentação de plano alternativo ao plano de recuperação judicial da devedora. A disciplina do plano alternativo, contudo, deixou a desejar. O legislador não regulamentou o trâmite para processamento da proposta alternativa, não estipulou critérios claros para o exercício do controle de legalidade (se prévio ou não à submissão da proposta alternativa à assembleia ou mesmo à análise dos termos de adesão se essa for a modalidade adotada para dispensar o conclave) e foi silente quanto aos legitimados a votá-lo. De outro lado, a mesma reforma da LRF pareceu tutelar interesses de acionistas na medida em que equiparou seus créditos aos créditos dos demais credores, desde que contratados em condições comutativas (conforme nova redação do artigo 83, VIII, “b”, da LRF).

Já no que se refere à disciplina do voto do acionista (aqui, aludido para tratar do titular de participação societária, seja em sociedade anônima ou em sociedades limitadas), o artigo 43 da LRF impede “os sócios do devedor” de votarem no plano de recuperação judicial. Trata-se de uma presunção legal de que os acionistas não exercerão seu voto com a isenção necessária, podendo privilegiar interesses outros em prejuízo da coletividade dos credores. O fundamento jurídico para a regra de impedimento é o conflito de interesses e o entendimento majoritário é de que o rol do artigo 43 da LRF é taxativo e deve ser interpretado restritivamente.

Ampliativamente aplicada, a regra do impedimento de voto do acionista pode representar um desincentivo à alocação de recursos à sociedade devedora². Com essa perspectiva, defende-se que o artigo 43 da LRF não deve ser interpretado para vedar o exercício do direito de voto por acionistas ou sócios minoritários que não detenham influência relevante na sociedade recuperanda (Scalzilli, Spinelli, Tellechea, 2023, p. 526; Cerezetti, 2012).

Ainda e com fundamento na lei societária, conforme artigo 115 da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das Sociedades Anônimas” ou LSA”) (Brasil, 1976), sustenta-se que o impedimento de voto deve se fundamentar na aferição concreta do conflito de interesses, afastando-se de uma presunção absoluta ante a gravidade da vedação prevista no artigo 43 da LRF e da diversidade de posições que podem ser ocupadas simultaneamente pelo credor em cada caso concreto³.

Apesar disso, o artigo 43 da LRF estabelece uma regra de impedimento, isto é, uma hipótese de impedimento em que o voto do acionista no plano de recuperação judicial da devedora não será permitido independentemente da análise da situação concreta⁴. O que se pretende defender, contudo, é que o artigo 43 da LRF se aplica apenas para a dinâmica de deliberação do plano de recuperação judicial da devedora.

² Nesse sentido: “O impedimento pode servir de desestímulo, por exemplo, a sócios que teriam recursos e disponibilidade para financiar a empresa em crise, mas que, por terem ciência da falta de ingerência que teriam como credores no âmbito de uma recuperação judicial da sociedade devedora, deixam de fazê-lo” (Sacramone; Piva, 2021, p. 671).

³ “O impedimento de voto, ademais, representa uma presunção absoluta de falta de isenção de um determinado participante do conclave e não permite a análise de situações concretas peculiares que podem afastar essa presunção. No Direito Concursal, porém, a análise da situação concreta é imprescindível pois a presunção de falta de isenção pode ser infundada. [...] É possível concluir, portanto, que o impedimento de voto, por suas consequências graves, é utilizado de forma excepcional pelo Direito Societário. Com maior razão, então, deve ser utilizado com reserva no direito concursal, com possível restrição a casos que impliquem flagrante risco à integridade do procedimento” (Buschinelli, 2014, p. 94-95).

⁴ Nesse sentido: “Adotou o legislador, nesse caso, a regra do conflito formal de interesses, estando automaticamente impedido de votar o credor que se enquadre em uma das hipóteses indicadas no artigo 43 da LRF” (Sacramone; Piva, 2021, p. 673).

É que o legislador foi silente quanto aos legitimados a votar o plano de recuperação judicial alternativo dos credores, o que se soma à indefinição dos critérios jurisprudenciais para interpretação do artigo 43 da LRF.

À luz dessas considerações, pretende-se problematizar, notadamente a partir de constatações empíricas, se a proibição do voto do acionista no plano alternativo proposto pelo credor seria uma forma eficiente de administração do processo de recuperação judicial. Para tanto, realizou-se uma análise qualitativa de 21 julgados do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) para compreender os fundamentos usados pela jurisprudência para justificar o impedimento de voto. Ainda, buscou-se utilizar de dados coletados pela Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ) para compreender a relevância dos casos em que a apresentação do plano alternativo pelo credor poderia evitar a decretação da quebra, o que se realizou através da apuração dos casos em que o plano de recuperação judicial da devedora foi rejeitado e dos casos em que foi transcorrido o prazo máximo da LRF para a suspensão de ações e execuções em face da devedora (*stay period*).

2 UMA ANÁLISE CRÍTICA DO PLANO ALTERNATIVO DO CREDOR

Até a reforma introduzida pela Lei nº 14.112/2020 (Brasil, 2021), cabia à recuperanda apresentar o plano e submetê-lo à votação. Por isso, uma das paradigmáticas alterações da LRF está na autorização para que credores apresentem plano de recuperação judicial alternativo ao plano da sociedade devedora.

Será permitida aos credores a submissão de proposta alternativa (i) com o transcurso do prazo do *stay period* sem que o plano proposto pelos devedores tenha sido deliberado pela assembleia geral de credores, conforme artigo 6º, § 4º e § 4º-A, da LRF ou (ii) caso o plano de recuperação judicial da devedora seja rejeitado, **conforme** artigo 56, § 4º, da LRF. Uma vez rejeitado o plano do devedor,

os credores devem deliberar sobre a apresentação de plano alternativo no prazo de 30 dias⁵⁻⁶.

Nada obstante, ainda sob a vigência da redação anterior da LRF, credores ou terceiros interessados no negócio em crise já apresentavam propostas de reestruturação alternativas à da devedora⁷. É que as escolhas a serem tomadas pelo credor ao deparar-se com o processo de recuperação judicial são limitadas. Ele pode escolher negociar e aprovar o plano do devedor ou rejeitá-lo, assumindo o risco de não liquidar seu crédito em uma falência⁸.

Nesse aspecto, a apresentação de proposta alternativa pode criar um ambiente negocial frutífero através da demonstração de que há alternativas à proposta de pagamento apresentada pela recuperanda que podem ser consideradas pelos credores no momento da deliberação do plano, ainda que – sob a vigência da redação antiga da LRF – qualquer proposta alternativa dependa da sua anuência.

É o que ocorreu no caso da recuperação judicial do grupo sucroalcooleiro Moreno. O credor Banco Santander S.A. submeteu proposta de alteração do plano apresentado pelo grupo devedor. Apesar de o Grupo Moreno ter-se mostrado

⁵ É importante mencionar que a faculdade de os credores apresentarem plano alternativo se aplica tão somente aos processos de recuperação judicial iniciados após a vigência da Lei nº 14.112/2020, ou seja, posteriores a 23 de janeiro de 2021 (art. 5º, § 1º, inciso I, Lei nº 14.112/2020), não aos processos de recuperação judicial ajuizados e em curso antes da vigência da reforma da lei. Nesse sentido, também apontam Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser Melo: “O dispositivo que prevê a proposição do plano de recuperação judicial pelos credores, segundo as regras transitórias, somente se aplica aos pedidos de recuperação judicial que tenham sido ajuizados após o início da vigência da Lei reformada” (Costa; Melo, 2022, p. 250).

⁶ Para Marcelo Barbosa Sacramone, o prazo de 30 dias seria improrrogável e preclusivo, de modo que, escoado o prazo sem a apresentação do plano pelos credores, o juiz deveria decretar a imediata convolação em falência (Sacramone, 2022).

⁷ Nesse sentido, Fábio Ulhoa Coelho sustentava que, antes mesmo da alteração da LRF, “[p]lanos alternativos podem ser elaborados por qualquer credor, para que possa apresentá-los na objeção (se pretender discutir a viabilidade do plano da devedora) ou diretamente na Assembleia dos Credores” (Coelho, 2016, p. 230).

⁸ A esse respeito, alertam Fábio Ulhoa Coelho e Marcelo Guedes Nunes que “para que uma negociação no âmbito da recuperação judicial tenha racionalidade indispensável ao adequado funcionamento desse mecanismo de resolução da empresa em crise, é necessário alterar radicalmente a perspectiva do credor em relação à falência do devedor. Em outros termos, enquanto uma possível liquidação da empresa em crise não assegurar aos credores a perspectiva de recebimento de parcela não-desprezível de seu crédito, eles não terão condições objetivas para participar de uma negociação racional com o devedor, em torno do plano de recuperação. Os credores já entram nessas negociações em desvantagem. A exigibilidade de seu crédito está suspensa e essa situação perdurará por tempo indefinido, a despeito do que diz expressamente a lei” (Coelho; Nunes, 2022, p. 41).

contrário às modificações propostas, elas motivaram a apresentação de um aditivo ao plano de recuperação judicial pela devedora, contemplando algumas das previsões sugeridas pelo credor. O aditivo ao plano de recuperação judicial foi aprovado pelos credores e homologado judicialmente.

No caso do grupo de sociedades dedicadas à exploração de parques de diversão Hopi Hari, um credor quirografário apresentou proposta alternativa de reestruturação que visava a equacionar litígio societário envolvendo a companhia devedora e um de seus acionistas minoritários e que era um dos principais entraves à continuidade do processo. A proposta, contudo, não contou com adesão dos credores, razão pela qual não foi considerada, tendo o plano da devedora sido aprovado e homologado judicialmente (São Paulo, 2022).

O fato é que a reforma da LRF procurou viabilizar uma participação mais efetiva dos credores. Com a possibilidade de apresentação de plano alternativo, a devedora sentir-se-á compelida a apresentar uma proposta de pagamento mais “competitiva”, já que os credores poderão rejeitá-la para apresentar seu próprio plano⁹.

Considerando-se a hipótese de cabimento do plano alternativo dos credores, é possível afirmar que ele pode ser ferramenta alternativa de alocação eficiente de recursos. Isso porque – como se denotará de dados empíricos expostos nos parágrafos seguintes – há um universo significativo de casos em que o plano da devedora foi rejeitado e de casos em que o período de suspensão das ações e execuções (o *stay period*) ultrapassa o prazo estipulado de 360 dias, incluindo-se a prorrogação autorizada pela LRF.

Sob essa perspectiva, um estudo desenvolvido pelo Observatório da Insolvência, iniciativa da Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ) (2022), com apoio do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (NEPI) da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), analisou 1.194 processos de

⁹ É preciso atentar-se para nova forma de exercício do abuso do direito de voto: é possível que credor com crédito relevante opte por rejeitar a proposta da devedora com o intuito específico e limitado de apresentar sua própria proposta de reestruturação. Ainda que a LRF assegure a legitimidade ao credor, é possível que credores objetivem utilizar-se de sua legitimidade com o intuito único e exclusivo de obstar o regular andamento do processo ou forçar indevidamente a devedora a acatar quaisquer sugestões de proposta alternativa de pagamento para evitar a falência.

recuperação judicial em trâmite no estado de São Paulo entre janeiro de 2010 e julho de 2017.

Foi identificado que “o tempo mediano até a deliberação definitiva sobre o plano de recuperação judicial foi de 506 dias” e que, apesar disso, “[...] embora o prazo [para aprovação de um plano de recuperação judicial] extrapole o período de suspensão legal e o prosseguimento das ações e execuções contra o devedor ocorra automaticamente após o seu decurso, a menos que haja decisões prorrogando o *stay period*, essa prorrogação sequer tem sido submetida à decisão judicial na maioria dos casos” (Associação Brasileira de Jurimetria, 2022).

Segundo o estudo, de 822 processos de recuperação judicial também no estado de São Paulo, em 316 houve decisão de prorrogação, o que equivale a 38,4% dos processos. A respeito da reprovação do plano da devedora, o estudo demonstra que, considerando-se as mesmas 1.194 recuperações judiciais distribuídas nas comarcas do estado de São Paulo entre janeiro de 2010 e julho de 2017, em ao menos 7,4 % houve reprovação do plano pelos credores.

Os dados empíricos revelam que há um universo de casos em que o plano alternativo é relevante como alternativa para a falência, de modo que se faz necessário analisar criticamente a nova legitimação residual dos credores para apresentar propostas de reestruturação. É que a LRF não concedeu quaisquer ferramentas de acesso à informação (sem internalização de elevados custos não reembolsáveis) aos credores.

Significa dizer que são reduzidas as chances de os credores reunirem capacidade institucional para apresentar uma proposta de plano de reestruturação implementável. O cenário parece apontar – infelizmente – para a subversão do instituto: tratando-se de medida custosa e, ainda assim, distanciada da realidade informacional necessária, o plano de recuperação judicial do credor pode ser utilizado como estratégia aventureira para impor entraves desnecessários ao processo.

Apresentado o plano alternativo, é importante observar o rito do artigo 55 da LRF, ou seja, deve ser aberto prazo para objeções. Sobre esse ponto, considera-se

também um potencial problema: salvo se prevista a mudança na gestão da empresa no plano alternativo, é a devedora que executará o plano dos credores.

A LRF não tratou do tema, mas parece relevante oportunizar uma espécie de objeção à devedora para que se manifeste especificamente sobre a exequibilidade do plano alternativo. A esse respeito, caso entendesse pela inexecuibilidade da proposta alternativa, caberia à devedora apresentar comprovadamente os fundamentos dessa inexecuibilidade. Caso a objeção fosse acatada pelo Juízo, poder-se-ia estudar alternativas para a “correção” da proposta pelos credores com apresentação de nova versão do plano por eles. Trata-se de uma providência que, embora não prevista pela LRF, é salutar para a viabilidade do cumprimento do plano alternativo.

Da mesma forma, a aferição do cumprimento dos requisitos para admissibilidade do plano alternativo deve competir ao Juízo com auxílio da Administração Judicial. Sobre esse aspecto, convém ressaltar que um dos requisitos que deverá ser analisado em controle prévio de legalidade do plano alternativo é o da “demonstração de sua viabilidade econômica”, conforme artigo 56, § 6º, II, c/ artigo 53, II, ambos da LRF.

Em caso de deliberação do plano da devedora, competirá aos credores a análise da viabilidade econômica, sendo conhecida a jurisprudência no sentido da impossibilidade de análise desse aspecto pelo Poder Judiciário. Veja-se que, no caso do plano alternativo, o cenário é diferente: a viabilidade econômica é prevista como requisito de admissibilidade e o plano do credor apenas será “posto em votação” se preenchido tal requisito. Noutros termos, competirá ao Judiciário apreciar a viabilidade econômica do plano do credor, não se aplicando o entendimento jurisprudencial consolidado acerca dessa impossibilidade.

Caso o plano alternativo preencha os requisitos de admissibilidade, ele deverá ser colocado em votação. Também nessa situação, há dúvidas a respeito do procedimento aplicável caso exista mais de um plano alternativo apresentado e admitido. Em vista da ausência de regulação pela LRF, alude-se ao procedimento previsto no *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* norte-americano (Cornell Law School, 2018), segundo o qual todos os planos, incluindo o da devedora, competirão entre

si em número de votos. Será aprovado o plano que contar com o maior número de votos.

Portanto, até o momento, apenas é possível afirmar que o credor “conquistou” legitimidade residual para apresentar plano de recuperação. Qual é o tipo de controle que será exercido acerca dessa proposta; quem controla a legalidade e a exequibilidade da proposta (o juiz, o Administrador Judicial, a devedora ou os demais credores); o que fazer diante de mais de um plano alternativo; quais os parâmetros para a aferição da conduta abusiva do credor proponente do plano: as questões não solucionadas pela LRF serão respondidas a partir da prática e dos debates doutrinários.

No cenário de incerteza, convém restringir direitos? Aqui, aproxima-se o tema principal em análise neste trabalho. Em um contexto de ausência de proibição legal expressa, convém impedir o acionista que também é credor de exercer seu direito de voto acerca do plano alternativo do credor?

3 O INTERESSE E O VOTO DO ACIONISTA-CREDOR NO PLANO ALTERNATIVO

O interesse do acionista pela reestruturação da empresa poderia ser identificado com o interesse à preservação (ainda que futura) de sua participação acionária ou à maximização de seus lucros (aqui, também futuros). Todavia, de acordo com a atual conformação da LRF, em um cenário de insolvência, o interesse dos credores acaba sobrepondo-se aos interesses dos acionistas, na medida em que o poder de voto acerca dos meios de pagamento e de alternativas de reestruturação foi concedido aos credores em prejuízo dos titulares do capital.

O panorama parece justificar a adoção tardia de medidas de reestruturação coletiva pelas sociedades, afinal, as vantagens a curto prazo para acionistas/sócios são reduzidas¹⁰. Na realidade brasileira – quiçá na maioria dos países em

¹⁰ A constatação parece ir ao encontro da reduzida utilização de processos de liquidação da empresa. Nesse sentido, a análise empírica indica que a baixa utilização de processos falimentares (chega-se a defender um “*extermínio da falência*”) retrata uma utilização deficiente dos instrumentos legais em prejuízo do mercado e dos demais interesses envolvidos. Isso porque sociedades inviáveis e sem qualquer atividade

desenvolvimento –, ainda se verifica um elevado grau de concentração acionária. Disso, é possível concluir, com facilidade, que uma das principais fontes de captação de recursos pela empresa reside, precisamente, nos aportes dos acionistas (hipótese em que os riscos do negócio são assumidos por eles) e em operações de dívida (quando o risco passa a ser o da recuperação do crédito).

Isso porque, em situações de crise da empresa, o crédito obtido via acionista (em qualquer das modalidades) adquire maior importância, uma vez que, nessas situações, o custo da obtenção de financiamento externo se torna elevado, dados os riscos inerentes à situação de *distress* financeiro. No mesmo sentido, uma sociedade em crise necessita de capital para fazer frente às suas obrigações imediatas, o que não se coaduna com medidas de aporte de capital. O crédito do acionista/sócios, nesse cenário, revela-se como uma das saídas para a companhia sem fôlego financeiro.

É certo que a concentração acionária pode conduzir à utilização da organização societária para a persecução de interesses individuais de acionistas¹¹. Certo é também que a fraude não se presume. Em vista disso, a posição do acionista enquanto credor da sociedade parece digna de tutela.

A experiência estrangeira demonstra que, mesmo quando se trata de proposta de pagamento apresentada pela sociedade devedora, é possível conceder direito de voto ao acionista¹². Em nosso sistema concursal, contudo, o legislador

tendem a evitar um pedido de falência, utilizando-se indevidamente dos benefícios legais de processos de reestruturação. A reflexão é preliminar, mas parece apontar para uma mudança de paradigma acerca da definição de qual é o interesse da empresa e sua identificação ou não com o interesse dos acionistas. Enquanto continuarmos a defender que a sociedade é “propriedade” dos titulares do capital social, procedimentos destinados a regular interesses externos (como a função social da empresa) continuarão sendo malversados pela prática contenciosa.

¹¹ Nesse sentido, não é incomum observar a utilização indevida da recuperação judicial por acionistas/sócios controladores como mecanismo para proteção de interesses individuais. Um exemplo comum está no requerimento de recuperação judicial de sociedades que já não possuem qualquer atividade com o intuito de alienar todos os ativos da empresa com as proteções da lei e de promover uma blindagem patrimonial dos acionistas que seriam expostos em um cenário falimentar.

¹² No sistema norte-americano para insolvência, os acionistas formam uma classe separada e que vota, inclusive, o plano da devedora. Nesse sentido, embora defendendo a aplicação do artigo 43 da LRF para vedar o voto do acionista no plano alternativo de credor, João Ricardo de Azevedo Ribeiro *et al*: “Como se sabe, a regra estabelecida pela reforma da LRF que permite a apresentação de um plano de recuperação judicial alternativo pelos credores tem como referência o disposto no *U.S. Bankruptcy Code*, que regula os procedimentos de insolvência norte-americanos. De acordo com o *Chapter 11* do *U.S. Bankruptcy Code*, expirado o prazo para que os devedores apresentem um plano de recuperação judicial, os credores ou o administrador judicial podem fazê-lo. Entretanto, nos Estados Unidos da América, os acionistas estão aptos a

adotou posição de impedimento absoluto, com fundamento no fato de que, enquanto no âmbito interno da sociedade, é possível contrastar o interesse do acionista com o interesse social, na recuperação judicial, os credores não estão vinculados à persecução de um interesse comum; votam de acordo com seu juízo de conveniência (conforme positivado na nova redação do artigo 39, § 6º, da LRF).

Em outras palavras, se o credor entender, estrategicamente, que lhe é mais benéfico rejeitar o plano de recuperação judicial, assim pode fazê-lo, ainda que em detrimento da preservação da sociedade devedora. Na recuperação judicial, não se pode contrastar o interesse do credor com um interesse comum e, por isso, a aferição material do conflito de interesses é prejudicada. Em linhas concretas, não se pode aferir se o acionista-credor irá votar privilegiando sua posição creditória ou sua condição de titular de participação societária, portanto, o voto é proibido *ex ante*.

Já no plano alternativo do credor, ainda que se possa defender que a impossibilidade de aferição do conflito permanece, pois a qualidade de acionista-credor (destarte, titular de múltiplos interesses) remanesce, defende-se a possibilidade de voto do acionista-credor em razão da ausência de influência determinante sobre a elaboração da proposta que será votada.

Trata-se da mesma solução defendida em doutrina em relação ao voto de acionistas minoritários e parte dos seguintes pressupostos: (i) no sistema falimentar brasileiro, as medidas de reestruturação correspondem a políticas públicas e, nesse sentido, prestam-se a proteger não apenas interesses de credores, mas de toda a comunidade afetada pela paralisação da atividade empresarial (Sacramone; Piva, 2021); (ii) o voto exercido pelos credores é instrumento central de tutela do direito creditório; (iii) a LRF atribuiu aos credores o poder de definir sobre a viabilidade econômica da empresa conforme proposta prevista no plano de recuperação judicial; (iv) o impedimento de voto caracteriza situação excepcional; e (v) a LRF

votar o plano de recuperação judicial, inclusive aquele proposto pela administração - no entanto, as diferentes realidades brasileira e norte-americana, especialmente com relação a companhias com capital pulverizado e o tema de deveres fiduciários dos administradores, nos impedem de fazermos um paralelo perfeito entre os cenários” (Ribeiro; Ricupero; Ortega; Campedelli, 2020).

não disciplinou expressamente o regime do voto no plano de recuperação judicial alternativo dos credores.

Conforme aludido nos parágrafos antecedentes, o interesse dos acionistas é digno de tutela, pois eles também seriam afetados pela interrupção do negócio. Com efeito, é certo que uma das múltiplas posições que ocupam é a de credor e seu direito de voto nessa posição não foi expressamente afastado para a nova hipótese do plano alternativo que não é apresentado pela sociedade devedora.

Como se sabe, normas restritivas de Direito merecem igual interpretação restritiva, razão pela qual o artigo 43 da LRF não poderia ser interpretado extensivamente para rechaçar o mais basilar instituto da insolvência, o voto do credor. A matéria, contudo, está longe de ser pacífica, de modo que importa analisar os principais fundamentos considerados na recuperação judicial da Samarco, primeiro caso em que um plano alternativo de credor foi apresentado à luz da nova redação da LRF.

4 O VOTO DO ACIONISTA-CREDOR NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA SAMARCO MINERAÇÃO S.A.

Como visto, a possibilidade de o acionista opor-se ao plano alternativo apresentado pelos credores é um ponto controvertido, visto que não foi abordado diretamente pela Lei nº 14.112/2020 (Brasil, 2021), que alterou a LRF. Diante do silêncio do legislador, a doutrina divide-se.

Nessa ordem de ideias, é possível sustentar o direito do voto de sócios ou acionistas credores, afastando-se a aplicação do artigo 43 da LRF. O cenário é factível porque o plano de credores não é proposto pelo devedor, naturalmente influenciado por seus acionistas. Assim, parte da doutrina defende o afastamento do impedimento previsto no artigo 43 da LRF no caso de o plano ser apresentado por credores¹³.

¹³ “Quanto aos autorizados a votar, a Lei não veda, expressamente, a participação de qualquer credor. Relativamente aos impedimentos das pessoas relacionadas no artigo 43 da LRF – sócios do devedor, sociedades coligadas, controladas ou que tenham o sócio ou acionista com participação superior a 10% do capital social do devedor –, não há qualquer menção acerca de sua manutenção no caso de plano apresentado pelos credores. Acerca dessa questão, Sacramone aponta que ‘a razão para a limitação ao direito de voto foi

Na recuperação judicial da Samarco, suas acionistas controladoras também figuravam como credoras relevantes (Minas Gerais, 2023a). Diante da rejeição do plano da Samarco, determinados credores financeiros apresentaram seu plano alternativo. As acionistas requereram que fosse reconhecido seu direito de voz e voto acerca da proposta alternativa. O Juízo de primeira instância rejeitou a possibilidade do exercício do voto pelas acionistas com fundamento na caracterização do conflito de interesses do artigo 43 da LRF, que também se aplicaria para o caso de deliberação do plano dos credores. Contudo, o caso foi posteriormente objeto de acordo entre credores, acionistas e a Samarco, razão pelo qual a matéria do direito de voto não foi enfrentada pelo Tribunal.

Alguns pareceres foram apresentados nos autos do processo a respeito do tema, os quais são, aqui, analisados. Sheila Neder Cerezetti defende o direito de voto do acionista-credor no plano alternativo com fundamento na ausência de influência determinante sobre o plano alternativo do credor e na essencialidade do direito de voto conferido ao credor no sistema da insolvência:

Francisco Satiro também defendeu a possibilidade de votação dos acionistas credores da empresa acerca de plano alternativo, porque o artigo 43 da LRF se aplicaria, exclusivamente, ao plano de recuperação judicial apresentado pela devedora.

Em sentido semelhante, também em parecer apresentado no caso da Samarco, Eduardo Secchi Munhoz (Minas Gerais, 2021) entende que a razão da vedação de voto do credor acionista no plano da devedora é também a sua influência na empresa e, conseqüentemente, na elaboração do plano de recuperação judicial. A transferência dessa prerrogativa aos credores em sede de apresentação de plano alternativo elimina a razão de impedimento. Nessa ordem de ideia, defende a necessidade de interpretação restritiva do artigo 43:

Há, ainda, uma segunda corrente de entendimento que defende a aplicação do artigo 43 da LRF aos casos de plano alternativo. Neste sentido, Ivo Waisberg justamente a possibilidade de o credor em razão da sua relação com o devedor, decidir priorizar, em seu voto, essa relação em detrimento do interesse da comunhão dos credores'. Contudo, na medida em que o cenário da falência passa a ser uma realidade concreta e iminente ao devedor de boa-fé, bem como que o plano estaria sendo apresentado pelos próprios credores, parece restar afastada a ideia inicial do conflito interesses na aprovação do plano" (Tebaldi; Osna, 2022, p. 242).

(Minas Gerais, 2022), também em parecer apresentado no caso da Samarco. argumenta que a LRF não realizou qualquer distinção, razão pela qual o voto do acionista continua impedido independentemente de qual é o plano a ser votado:

As duas correntes de entendimento possuem seus fundamentos. Uma defende que a *ratio* da vedação de voto do acionista credor no plano de recuperação judicial da devedora é a caracterização do conflito de interesses pela concordância presumida com o plano de cuja formulação participou ou teve a oportunidade de participar. Entende-se que o acionista credor, tendo participado da elaboração para a proposição do plano, está, naturalmente, predisposto a concordar com o documento. Não havendo semelhante influência na hipótese de plano alternativo apresentado por credores, estaria afastado o conflito de interesses que motiva a restrição de voto.

A outra corrente defende que, apesar da reforma, a LRF não excepcionou a incidência da regra do impedimento do artigo 43 justamente porque o voto do acionista representaria, de alguma forma, interferência indevida nos rumos da recuperação judicial. O questionamento que parece despontar é: por que a interferência do acionista/sócio nessa fase do procedimento (em que se apresenta o plano alternativo de credores) seria deletéria para a recuperação?

Se a opção do legislador foi por equiparar o crédito do acionista caso ele tenha sido contratado em condições comutativas aos créditos dos demais credores, conforme respectiva classe, sua posição creditória parece merecedora de tutela, medida que só se afigura efetiva se os acionistas detiverem os mesmos direitos que os demais credores integrantes da mesma classe.

Da mesma forma, será que o conflito de interesses remanesce para toda e qualquer situação em que determinado credor tenha ingerência sobre a recuperanda? Que ingerência é essa? Se a resposta ao primeiro questionamento for afirmativa, então, os credores proponentes do plano alternativo também não poderiam exercer seu direito de voto sobre a sua própria proposta, já que teriam sido os responsáveis pela elaboração do documento que seria votado.

Desta feita, a análise das hipóteses de impedimento do direito de voto do acionista ao plano alternativo parece requerer o enfrentamento dos seguintes

temas: (i) a análise empírica dos requisitos objetivos utilizados pela jurisprudência para determinar a incidência da regra do artigo 43 da LRF e (ii) a ponderação acerca da proteção dos interesses relevantes no processo de reestruturação à luz da interpretação da nova redação da LRF.

São muitas as dúvidas levantadas neste trabalho e todas parecem conduzir a um cenário conservador. Isto é, na presença de indicativos da vontade do legislador no sentido de tutelar o interesse do acionista na reestruturação da empresa e considerando-se que o acionista/sócio não exerce influência na elaboração do plano alternativo, parece-nos que, *a priori*, o acionista deve poder exercer seu direito de voto ao plano alternativo. Afinal, se o acionista-credor não puder exercer seu direito de voto com base no argumento do conflito de interesses, então, quem vota o plano alternativo?

Em qualquer caso, sempre impera a máxima de que regras restritivas de Direito devem ser interpretadas de forma igualmente restritiva, motivo pelo qual não se poderia conceber a restrição de um Direito basilar no processo concursal, que é o direito de voto do credor.

Antes de concluir este trabalho, porém, cabe embasar as premissas teóricas e a conclusão pela possibilidade de exercício do direito de voto pelo acionista no plano alternativo em premissas empíricas relacionadas aos fundamentos considerados pela jurisprudência do Tribunal de Justiça de São Paulo para interpretar o artigo 43 da LRF.

5 AS RAZÕES POR TRÁS DO IMPEDIMENTO DE VOTO DO ACIONISTA: UMA ANÁLISE EMPÍRICA DA APLICAÇÃO DO ARTIGO 43 DA LRF

Sabe-se que o artigo 43 da LRF enumera determinados sujeitos impedidos de votar. Contudo, a miríade de situações submetidas ao Poder Judiciário justifica a análise empírica com a coleta de decisões que trataram da aplicação do mencionado dispositivo para que seja possível traçar um panorama objetivo de quais são, realmente, os fundamentos para o impedimento do direito de voto do acionista.

Este trabalho orientou-se pela seleção de casos do Tribunal de Justiça de São Paulo. Foram analisados de forma qualitativa 21 julgados do TJSP que trataram da possibilidade de exercício de voto em diferentes situações concretas envolvendo partes relacionadas à devedora. O parâmetro temporal utilizado compreendeu o período entre 9 de junho de 2005, data em que entra em vigor a Lei nº 11.101/2005, e abril de 2023. As guias de pesquisa utilizadas foram "artigo 43" e "art. 43".

O resultado da análise indica que, não obstante a jurisprudência majoritária apontar que o rol de pessoas impedidas de votar previsto no artigo 43 da LRF é taxativo, o enfrentamento das situações concretas não se limita às hipóteses disciplinadas no dispositivo. Com efeito, o TJSP proibiu o voto do “ex-sócio” (São Paulo, 2022), da “controladora de fato” (São Paulo, 2017), do “credor com garantia fiduciária” (São Paulo, 2019) e dos “advogados e consultores das recuperandas” (São Paulo, 2020).

A conclusão que se pode extrair é que a jurisprudência considera que a regra do artigo 43 da LRF é uma regra que se pauta pela parcialidade ou não do sujeito que exerce o voto. Isto é, caso o sujeito detenha uma relação com a recuperanda que possa afetar sua capacidade de exercer o voto em prejuízo de seus interesses creditórios, então, esse sujeito não poderá votar.

Verifica-se, assim, que não há uma teoria ou posição *a priori* a respeito do tema do conflito de interesses para exercício de voto em processos de recuperação e, nesses termos, apenas uma prova robusta acerca da parcialidade do acionista-credor quanto à aprovação ou à rejeição do plano alternativo poderia justificar o afastamento do seu direito de voto.

Some-se a isso a essencial “desmistificação” da posição do acionista em reestruturações. Trata-se de agente cuja posição creditória foi tutelada pela LRF, que equiparou, na nova redação do artigo 83, VIII, “b”, da LRF, o crédito do acionista aos demais créditos concursais da mesma classe quando contratado em condições comutativas.

6 CONCLUSÕES

O silêncio da LRF gerou um cenário de incertezas acerca da tutela dos interesses dos acionistas-credores quanto à regulação de interesses no plano alternativo. Se é certo que, em um cenário de dúvidas, impõe-se adotar a interpretação que preserva direitos, então, o acionista/sócio poderia votar, dada a eliminação da influência do acionista na elaboração do plano do credor.

Para um futuro próximo, espera-se a definição de uma miríade de situações que envolvem o plano alternativo: (i) quem vota o plano do credor? O proponente do plano vota o próprio plano? (ii) O controle de legalidade a respeito do plano alternativo deve ser prévio em relação a sua deliberação ou à análise dos termos de adesão? (iii) Como se dará a fiscalização do voto abusivo do credor proponente do plano? O que fazer em um cenário de mais de um plano alternativo apresentado?

Enquanto isso, parece que a jurisprudência caminha a passos lentos no que se refere à fixação de critérios objetivos e claros a respeito da aplicação e da interpretação do artigo 43 da LRF. Identificou-se, a partir de análise empírica, que, a despeito de considerar que o rol de impedidos previsto no mencionado dispositivo é taxativo, há inúmeras situações não abarcadas pela norma e que são consideradas pela jurisprudência como casos de impedimento de voto, como o voto do ex-sócio, do credor com garantia fiduciária e do advogado da recuperanda constituído em outros processos distintos da recuperação judicial.

Sob essa perspectiva, a melhor solução é aquela que aponta para a conformação da sociedade enquanto organização eficiente e multifacetada. O sistema de insolvência brasileiro adota concepção em que o processo de reestruturação é visto como política pública. Um desses interesses é o dos acionistas/sócios que são titulares de direitos creditórios contra a recuperanda.

A interpretação do artigo 43 da LRF ainda é tema “em aberto”, mas parece conduzir à afirmação de que o acionista/sócio que também é credor pode votar o plano de recuperação judicial alternativo. Com efeito, ainda que ocupe mais de uma posição, uma delas é a de credor e seu direito de voto nessa posição não foi expressamente afastado para a nova hipótese do plano alternativo que não é apresentado pela sociedade devedora.

De igual forma, a defesa do direito de voto do acionista/sócio credor encontra guarida na análise da coleta empírica de dados acerca da interpretação empregada pelo TJSP para definir quem são os impedidos de exercer o voto nos termos do artigo 43 da LRF. Segundo o TJSP, será impedido de votar o sujeito que não puder exercer o voto de maneira imparcial. Ora, no plano alternativo, o acionista/credor é, na verdade, credor, não acionista. Salvo prova em sentido contrário, a posição de parcialidade não se presume.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA. **Observatório da insolvência: processos de recuperação judicial em São Paulo**. São Paulo: Associação Brasileira de Jurimetria, 2022. Disponível em: <https://abj.org.br/pesquisas/2a-fase-observatorio-da-insolvencia/>. Acesso em: 7 mar. 2024.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 fev. 2024.

BRASIL. Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020. Altera as Leis nos 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 10.522, de 19 de julho de 2002, e 8.929, de 22 de agosto de 1994, para atualizar a legislação [...] **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 26 mar. 2021. Edição Extra. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/l14112.htm. Acesso em: 29 fev. 2024.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

COELHO, Fabio Ulhoa; NUNES, Marcelo Guedes. Uma avaliação da reforma de 2020. In: BALBINO, Otávio De Paoli; BALBINO, Márcia De Paoli (org.). **Lei de Falências e Recuperações Judiciais: estudos sobre as alterações da Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

CORNELL LAW SCHOOL. **U.S. Code: Title 11**. Nova Iorque, 2018. Disponível em: www.law.cornell.edu/uscode/text/11. Acesso em: 29 fev. 2024.

COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**: Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. 3. ed. Curitiba: Juruá, 2022.

MENEZES, Moreira Maurício; GARCIA, Rodrigo Saraiva. A conversão de dívida em participação acionária na recuperação judicial e o plano alternativo dos credores. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, Rio de Janeiro, n. 28, jan.-jun., 2021.

MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Processo nº 5046520-86.2021.8.13.0024. 2. Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte. Juiz: Bel. Adilon Cláver de Resende. Parecer: Eduardo Munhoz. **Diário da Justiça**, Belo Horizonte, ago. 2021.

MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Processo nº 5046520-86.2021.8.13.0024. 2. Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte. Juiz: Bel. Adilon Cláver de Resende. Parecer: Ivo Waisberg. **Diário da Justiça**, Belo Horizonte, 3 nov. 2022.

MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Processo nº 5046520-86.2021.8.13.0024. 2. Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte. Juiz: Bel. Adilon Cláver de Resende. Parecer: Scheila Cerezetti. **Diário da Justiça**, Belo Horizonte, 9 mar. 2023a.

MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Processo nº 5046520-86.2021.8.13.0024. 2. Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte. Juiz: Bel. Adilon Cláver de Resende. Parecer: Francisco Satiro. **Diário da Justiça**, 15 jun. 2023b.

RIBEIRO, João Ricardo de Azevedo; RICUPERO, Marcelo Sampaio Goés; ORTEGA, Caio Rigon; CAMPEDELLI, Giovanna. O papel do acionista na recuperação judicial. *In*: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (Coord.). **Recuperação judicial**: análise comparada Brasil-Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; PIVA, Fernanda Neves. O conflito de interesses do credor e o impedimento de voto na recuperação judicial. *In*: PITTA, André Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Direito societário e outros temas de direito empresarial aplicado**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. **Processo n. 1002265-62.2016.8.26.0659. 1.** Vara Cível do Foro de Vinhedo. Juiz: Fábio Marcelo Holanda. Vinhedo, SP, 2 fev. 2022.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. AI nº 2097667-93.2016.8.26.0000. 2. Câmara Reservada de Direito Empresarial. Relator: Des. Caio Marcelo Mendes de Oliveira. Julgamento em 13 de março de 2017. **Diário da Justiça**, São Paulo, 14 mar. 2017.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. AI nº 2223880-42.2019.8.26.0000. 1. Câmara Reservada de Direito Empresarial. Relator: Des. Fortes Barbosa. Julgamento em 26 de novembro de 2019. **Diário da Justiça**, São Paulo, 26 nov. 2019.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. AI nº 2206749-20.2020.8.26.0000. 2. Câmara Reservada de Direito Empresarial. Relator: Des. Ricardo Negrão. Julgamento em 17 de dezembro de 2020. **Diário da Justiça**, São Paulo, 17 dez. 2020.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. AI nº 2286982-04.2020.8.26.0000. 1. Câmara de Direito Empresarial. Relator: Des. Alexandre Lazzarini. Julgamento em 9 de março de 2022. **Diário da Justiça**, São Paulo, 10 mar. 2022.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luís Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 3. ed. São Paulo: Almedina, 2023.

TEBALDI, Camila; OSNA, Mayara Roth Isfer. O plano dos credores e a mudança de paradigma nas negociações travadas com os devedores: breves aportes. *In*: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CERZETTI, Sheila C. Neder (Coord.). **Estudos sobre a reforma da lei 11.101/2005**. São Paulo: Expert Editora Digital, 2022. Livro digital.