FGV DIREITO SP

MESTRADO PROFISSIONAL

Análise da capitalização de créditos como meio de recuperação judicial em companhias abertas

Bruno Melnick Fernandes

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Versão de 30.01.2025

1. Tema, contexto e delimitação de escopo

O cenário econômico brasileiro tem sido marcado por um expressivo aumento no número de recuperações judiciais nos últimos anos[1]. Especialistas apontam que a elevação da taxa básica de juros do Brasil (Selic), combinada com as incertezas do mercado financeiro em relação à política fiscal do país, tende a intensificar ainda mais a quantidade de pedidos de recuperação judicial nos próximos anos[2].

Nesse contexto, especialmente após a reforma da Lei nº 11.101/2005 (LRF) introduzida pela Lei nº 14.112/2020, a capitalização de créditos tem ganhado relevância como estratégia para a reestruturação financeira para empresas em crise.[3] O mecanismo de conversão de dívida em capital social – que possibilita a credores sujeitos à recuperação judicial converterem seus créditos em participação societária da empresa recuperanda - foi expressamente incluído no rol exemplificativo de meios de recuperação judicial previstos no

[1] De acordo com dados da Serasa Experian, entre outubro de 2023 e outubro de 2024, foram registrados 2.338 pedidos de recuperação judicial, um aumento de 37,7% em relação ao mesmo período de 2023 (Disponível em https://www.serasaexperian.com.br/sala-de-imprensa/analise-de-dados/recuperacoes-judiciais-tem-alta-de-377-em-um-ano-revela-serasa-experian/ Acesso em: 27 jan. 2025.)

[2] Disponível em: https://investnews.com.br/economia/recuperacao-judicial-bate-recorde-historico-e-vai-continuar-na-maxima-em-2025/ Acesso em 28 jan. 2025.

[3] O mercado de conversão de dívida em participação acionária começou a ganhar massa crítica na crise econômica brasileira de 2015, muito pelo contexto da Lava Jato, quando grupos foram obrigados a dar ativos como garantia para conseguirem alongar seus vencimentos e levantar dinheiro novo, muito por conta das pesadas dívidas à época (Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/07/26/crescem-as-aquisicoes-por-conversao-de-dividas-em-fatia-acionaria.ghtml / Acesso em 28 jan. 2025).

artigo 50 da LRF[4], numa tentativa do legislador de orientar os operadores do direito sobre o tema, considerando que, nos primeiros 15 anos de vigência da LRF, a capitalização de créditos teve uma aplicação prática inferior ao seu potencial.[5]

Embora a reforma tenha consolidado a capitalização de créditos como uma alternativa viável de recuperação, a legislação não define parâmetros específicos para a sua operacionalização. O caput do artigo 50 apenas determina que a observância da legislação aplicável em cada caso, o que implica no cumprimento dos requisitos previstos também na legislação societária para aumentos de capital. No entanto, a conversão de créditos em participação societária envolve um processo complexo, que exige uma implementação cuidadosa. Os desafios associados a essa operação podem impactar de maneira significativa os diversos stakeholders envolvidos em um processo de recuperação judicial, incluindo a própria empresa recuperanda, credores, acionistas controladores e, sobretudo, acionistas minoritários.

Nas companhias abertas, a capitalização de créditos assume contornos ainda mais delicados, uma vez que a forma como esse processo é conduzido pode influenciar significativamente o apetite ao risco dos investidores e a estabilidade do mercado de capitais como um todo. Diante desse cenário, torna-se essencial a existência de regras e mecanismos que assegurem transparência, equidade e a proteção dos direitos dos acionistas, garantindo, assim, o adequado funcionamento do mercado de capitais como instrumento de fomento às atividades empresariais.

Diante dessa realidade complexa, surge a questão central que orienta esta pesquisa: "*como a capitalização de dívidas pode ser utilizada como um mecanismo eficaz de reestruturação de companhias abertas em recuperação judicial?*". Essa indagação reflete o desafio de conciliar a necessidade de recuperação de empresas viáveis com a proteção dos interesses dos stakeholders envolvidos - um equilíbrio fundamental para a transparência e o bom funcionamento do mercado de capitais.

Para a abordagem desse tema, a pesquisa adotará uma metodologia exploratória, com foco na análise de práticas jurídicas. Em especial, serão coletados e examinados modelos de planos de recuperação judicial de companhias abertas que tenham previsto a capitalização de

---

[4] Art. 50 da LRF: Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:

XVII - conversão de dívida em capital social;

[5] Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/340091/capitalizacao-de-creditos-em-contexto-de-recuperacao-judicial / Acesso em 30 jan. 2025.

créditos como estratégia de reestruturação. A partir dessa análise, o trabalho buscará identificar as principais questões e controvérsias atinentes à conversão de dívida em participação acionária de companhias abertas, avaliando os principais riscos jurídicos e os mecanismos mais eficazes para sua mitigação. Dessa forma, a pesquisa pretende contribuir para a construção de um ambiente de negócios mais equilibrado e para o fortalecimento da confiança no mercado de capitais.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

Contextualização fática:

- Em quais contextos a capitalização de créditos se torna uma alternativa viável para a reestruturação de companhias abertas em recuperação judicial? Quem são os principais agentes envolvidos nesse processo?
- Quais são as principais vantagens e riscos da capitalização de créditos para os diferentes stakeholders (acionistas, credores, investidores e administradores)?
- Como tem sido utilizada a capitalização de créditos no mercado brasileiro? Existem casos emblemáticos?

Referencial teórico-normativo:

- Quais são as normas legais e regulatórias aplicáveis à capitalização de créditos no contexto da recuperação judicial de companhias abertas no Brasil?
- Quais são os impactos da capitalização de créditos nos direitos dos acionistas e na governança corporativa das companhias abertas em recuperação judicial?
- Como a CVM e o Poder Judiciário tratam a capitalização de créditos em processos de recuperação judicial?

Abordagem analítica:

- Quais companhias abertas previram em seu plano de recuperação judicial a capitalização de créditos como meio de reestruturação?
- Quais são as principais estruturas contratuais utilizadas para viabilizar a capitalização de créditos?
- Quais as principais controvérsias e desafios da implementação da capitalização de créditos em companhias abertas?

- Quais são os impactos da diluição acionária na viabilidade da reestruturação e no comportamento dos investidores?
- Como a escolha do momento adequado para a capitalização do crédito impacta o sucesso do processo de reestruturação?

Conclusão propositiva:

- Quais cautelas contratuais devem ser adotadas para garantir a segurança jurídica e a viabilidade da capitalização de créditos?
- Como mitigar os riscos jurídicos e econômicos associados à conversão de créditos em participação societária?
- Como harmonizar os interesses de credores, acionistas e novos investidores para evitar litígios e maximizar o sucesso da reestruturação?
- Diante das normas e regulamentos aplicáveis, quais são as limitações e desafios práticos para a estruturação da capitalização de créditos?
- Quais recomendações podem ser feitas para aprimorar a utilização da capitalização de créditos como mecanismo eficaz de reestruturação de companhias abertas em recuperação judicial?

Fontes de pesquisa:

- Legislação;
- Regulamentação CVM;
- Doutrina;
- Planos de recuperação judicial de companhias abertas;
- Documentos públicos de companhias abertas;
- Decisões judiciais; e
- Decisões CVM.

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

A relevância do tema advém do uso cada vez mais frequente da capitalização de créditos como instrumento de recuperação judicial, especialmente em companhias abertas, onde seus efeitos transcendem a esfera financeira, impactando diretamente a governança corporativa e os direitos dos acionistas, sobretudo os minoritários. Diante da crescente complexidade do mercado de capitais brasileiro e do aumento do número de empresas de

grande porte em recuperação judicial, torna-se indispensável uma análise crítica desse mecanismo, visando prevenir abusos e fortalecer a segurança jurídica, com reflexos diretos na credibilidade e no desenvolvimento do mercado.

Embora a capitalização de créditos esteja prevista na legislação e já tenha sido aplicada em casos relevantes, ainda existem lacunas na compreensão sistemática de seus impactos sobre a governança das companhias abertas, bem como na definição de padrões mínimos para sua implementação de forma segura e eficiente. Diante desse cenário, esta pesquisa busca desenvolver soluções inovadoras que integrem estratégias contratuais, princípios de governança corporativa e ajustes regulatórios, contribuindo para maior previsibilidade e eficiência nos processos de recuperação judicial.

Este estudo é direcionado a profissionais do mercado financeiro e jurídico – incluindo advogados, investidores e administradores judiciais – bem como a reguladores e formuladores de políticas públicas, responsáveis pela regulação do mercado de capitais. Ao propor diretrizes práticas e critérios objetivos para a estruturação da capitalização de créditos, a pesquisa busca fornecer subsídios para decisões mais seguras e eficientes, contribuindo para o fortalecimento desse mecanismo como uma alternativa viável e estruturada na recuperação judicial de companhias abertas.

Ao identificar lacunas e apresentar soluções equilibradas, este estudo poderá contribuir para o aprimoramento das práticas de reestruturação empresarial no Brasil, promovendo um ambiente de negócios mais transparente, eficiente e confiável para investidores e credores, além de reforçar a segurança jurídica dos processos de recuperação judicial, garantindo maior previsibilidade e estabilidade ao mercado.

4. Familiaridade com objeto da pesquisa

Minha experiência profissional como advogado em special situations, incluindo operações de fusões e aquisições (M&A) e processos de recuperação judicial de alta complexidade, me proporcionou contato direto com a capitalização de créditos como ferramenta de reestruturação. Ao longo da minha trajetória profissional, assessorei investidores, financiadores e credores em transações estratégicas, muitas vezes envolvendo companhias abertas. Além disso, tive a oportunidade de participar de processos de recuperação judicial no Brasil e nos Estados Unidos, incluindo casos sob o regime do Chapter 11, onde a conversão de créditos em participação societária desempenhou um papel central na reorganização empresarial.

Por atuar predominantemente na assessoria a investidores e credores, reconheço a possibilidade de um viés natural na minha análise, já que esses agentes buscam a maximização do retorno financeiro. Minha experiência na assessoria direta a empresas devedoras e respectivos acionistas é mais limitada, o que pode representar um distanciamento das dificuldades enfrentadas por essas partes no contexto da recuperação judicial. No entanto, ciente dessa possível inclinação, buscarei adotar uma abordagem equilibrada e imparcial, considerando os interesses de todos os envolvidos.

5. Bibliografia preliminar

ABRÃO, Carlos Henrique & TOLEDO Paulo F. C Salles DE. (coordenadores). Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência, 6.ed.rev., atual. e ampl. – São Paulo: Saraiva, 2016.

ALMEIDA, Amador Paes. Curso de falência e recuperação de empresa: de acordo com a Lei n. 11.101/2005. 28 ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei; ABRÃO, Carlos Henrique (Coordenadores). 10 anos de vigência da lei de recuperação e falência: (Lei n. 11.101/2005): Retrospectiva geral contemplada a lei n. 13.043/2014 e a Lei Complementar n. 147/2014 – São Paulo: Saraiva, 2015.

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio Machado. A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei n. 11.101/05, comentada artigo por artigo. 15. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021

BEZERRA, Manoel. Recuperação empresarial e falência [livro eletrônico] / -- São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. -- (Coleção tratado de direito empresarial; v. 5 / coordenação Modesto Carvalhosa).

CAMPINHO, Sérgio. Falência e recuperação de empresa: O novo regime da insolvência empresarial/Sérgio Campinho. – 5. ed. – Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas – São Paulo: Quartier Latin, 2006.

CAVALI, Cássio. Empresa, Direito Comercia. Presente, Passado e Futuro. 1ª edição, Elsevier EditoraLtda, Rio de Janeiro, 2012.

CAVALI, Cássio. Empresa, Direito e Economia, 1ª edição, Editora Forense, Rio de Janeiro, 2013.

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

CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (coordenadores). Dez anos da lei 11.101/2005: estudos sobre a lei de recuperação e falência. – São Paulo: Almedina, 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa. Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. 4ª Edição 4 ed. e-book baseada na 14ª Edição Impressa. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

COELHO, Fábio. Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa. 19ª edição. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2020.

COSTA, Daniel Carnio. Bussiness Judicial Reorganization – Us and Brazil: The new theories. Novas edições acadêmicas: 2018.

COSTA, Daniel Carnio. Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101 de 09 de fevereiro de 2005/Daniel Carnio Costa, Alessandre Correa Nasser de Melo – Curitiba: Juruá, 2021.

COSTA, Daniel Carnio. Novas teorias sobre processos de insolvência e gestão democrática de DE LUCCA, Newton & DOMINGUES, Alessanda de Azevedo (coord.) – Direito Recuperacional – Aspectos Teóricos e Práticos – São Paulo: Quartier Lantin, 2009.

ELIAS, Luis Vasco (coord). 10 anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências: Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no BRASIL – São Paulo: Quartier Latin,2015.

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. Lei de falência e recuperação de empresas/ Waldo Fazzio Júnior. – 5. ed. – São Paulo: Atlas, 2010.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Direito empresarial [livro eletrônico]: falência e recuperação de empresas /. – 1. Ed. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. Falência e Recuperação da empresa em crise. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008

KIRSCHBAUM, Deborah. A recuperação judicial no Brasil: Governança, Financiamento Extraconcursal e Votação do plano. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Gen Forense, 2009

LAZZARINI, Alexandre Alves; KODAMA, Thais; CALHEIROS, Paulo (Org.). Recuperação de Empresas e Falência: Aspectos Práticos e Relevantes da Lei n° 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, janeiro de 2014.LUCCA, Newton DE; VASCONCELOS, Miguel Pestana DE.

(Coord.) Falência, Insolvência e Recuperação de Empresas Estudos Luso- Brasileiros – São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MACHADO, Rubens Approbato (coord.) – Comentários à nova lei de falências e Recuperação de Empresas – 2. ed. – São Paulo: Quartier Latin, 2007.

MANDEL, Julio Kahan. Das disposições comuns. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente. (org.) Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação judicial. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MILANI, Mario Sérgio. Lei de recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência comentada. São Paulo: Malheiros Editores LTDA, 2011.

Modesto Carvalhosa, Fernando Kuyven. Sociedades Anônimas. 3. ed. -- São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022

MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R. "Aspectos societários introduzidos na Lei n. 11.101 pela Lei n. 14.112". Revista do Advogado n. 150, junho de 2021, "Recuperação de empresas e falência. Alteração da Lei n. 14.112/2020".

MORAES, Luiza R. Doutrinas Essenciais Direito Empresarial, Volume VI. Editorial Revista dos Tribunais, 2010.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência. 2ª Edição. São Paulo: Saraiva Educação, 2021.

SALOMÃO, Luis Felipe. Recuperação judicial, extrajudicial e falência: teoria e prática / Luis Felipe Salomão, Paulo Penalva Santos. – 2. ed. rev., atual. E ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2015.

SARDENBERG, Amarilis Prado (coord.). Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil: Temas para Reflexão. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015.

SCALZILLI, João Pedro. Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005/João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli, Rodrigo Tellechea. – São Paulo: Almedina, 2016.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (coord.) Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções – São Paulo: Quartier Latin, 2012.

WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORREA, Fernando. Recuperação judicial nas varas da Capital: um exame jurimétrico.

6. Cronograma de execução

	2025													2026			
Atividade	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	Horas
Coleta e leitura de bibliografia preliminar																	20h
Elaboração do projeto de pesquisa																	15h
Apresentação do projeto de pesquisa																	--
Interação inicial com orientador																	--
Aprofundamento e revisão bibliográfica																	50h
Revisão para implementação de alterações sugeridas																	10h
Apresentação do projeto de pesquisa ajustado																	--
Estruturação de sumário preliminar																	10h
Coleta de planos de recuperação judicial e análise de discussões a respeito da capitalização de créditos																	100h
Redação do trabalho																	50h
Apresentação da versão intermediária																	--
Revisão para implementação de alterações sugeridas																	50h
Apresentação da versão provisória																	--
Revisão para implementação de alterações sugeridas																	50h

Banca de qualificação																	--
Revisão para implementação de alterações sugeridas																	30h
Apresentação da versão definitiva																	--
Banca examinadora																	--
Revisão para implementação de alterações sugeridas																	15h
Apresentação da versão corrigida																	--