

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

RESTRIÇÕES AO DIREITO DE VOTO IMPOSTAS PELO CREDOR FINANCEIRO

Stefano Motta

C352093

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP
sob a orientação do Professor Doutor
Wanderley Fernandes.

Versão de 29.9.2019

1. TEMA, CONTEXTO, E MODELO DE PESQUISA PREDOMINANTE

O tema do trabalho é “Restrições ao Direito de Voto Impostas pelo Credor Financeiro” e está inserido no contexto atual em que há preocupação em se dar maior proteção aos investidores a fim de fomentar o desenvolvimento econômico.

A tutela dos interesses dos credores se dá, na maioria das vezes, pela constituição de garantias (fidejussórias ou reais). Na prática, a excussão de garantias se mostra custosa e tortuosa, obrigando o credor a despender somas consideráveis com o patrocínio de demandas judiciais e a esperar por longo prazo até que efetivamente consiga monetizar a garantia. Aliás, não é raro que durante o processo de excussão a garantia perca liquidez e, ao final, o credor financeiro seja compelido a transacionar recebendo menos que o esperado ante um cenário de incerteza quanto ao momento em que efetivamente conseguirá receber o produto da execução da garantia.

O cenário é agravado na hipótese de recuperação judicial, eis que, além da necessidade de aguardar o decurso do *stay period* para iniciar a excussão de garantias fiduciárias, ainda estará sujeito a ver seu crédito substancialmente reduzido se ele for quirografário. Acresce-se aos riscos assumidos pelos credores financeiros discussões sobre a regularidade de constituição das garantias, discussões sobre a aplicação ou não de teoria do adimplemento substancial, essencialidade dos bens, *etc.*

Nesse contexto, este trabalho versará sobre arranjos contratuais, mais especificamente aqueles pautados no artigo 113 da Lei nº 6.404/1976, que permitem ao credor financeiro impor restrições ao exercício de direito de voto e, por conseguinte, adotar medidas que salvagam o pagamento do financiamento em caráter *ex ante*.

Logo, diferentemente do que ocorre com a mera excussão de garantia, cujo início pressupõe a existência de inadimplemento de determinada obrigação contratual e sujeita o investidor às agruras acima comentadas, a utilização do mecanismo previsto no artigo 113 da Lei nº 6.404/1976 surge como alternativa ao credor para evitar – ou ao menos mitigar substancialmente – os nocivos efeitos do não pagamento do financiamento.

Partindo da análise dogmática, o trabalho abordará **(i)** os limites para a imposição pelo credor financeiro de restrição ao direito de voto; **(ii)** se o ato do credor financeiro pode ser caracterizado como indevida tentativa de controle externo da companhia; **(iii)** a extensão da responsabilidade do credor financeiro por influir em deliberações da companhia; **(iv)** a natureza da responsabilidade do credor financeiro (objetiva ou subjetiva); e, **(v)** os remédios existentes para o credor financeiro salvaguardar seus interesses na hipótese de ser inobservada a restrição de voto imposta ao tomador do financiamento.

Ainda, serão analisados os arranjos contratuais comumente utilizados e, também, a eficácia deles para responder se, realmente, a imposição de restrição ao direito de voto é medida útil e eficiente para tutelar os interesses do credor financeiro ou, na prática, apenas aumenta sua exposição, gerando responsabilidade perante a companhia e terceiros.

A partir da análise dogmática e empírica, serão destacadas as medidas dotadas de maior eficiência, além de sugeridos arranjos contratuais que possam contribuir para aumentar a proteção dos credores financeiros.

O campo de análise serão operações de financiamento privadas, realizadas por instituições financeiras e/ou via mercado de capitais (por exemplo, a emissão de debêntures ou certificados de recebíveis imobiliários) e o modelo de pesquisa predominante adotado será o exploratório. Contudo, o trabalho contemplará também os modelos de resolução de problema e estudo de caso.

2. RELEVÂNCIA PRÁTICA, CARÁTER INOVADOR E POTENCIAL DE IMPACTO

A relevância do tema proposto decorre do fato de o sistema de garantias (reais ou pessoais) existente para assegurar a proteção dos credores financeiros estar funcionando de forma disfuncional.

Por exemplo, há pouco tempo existiu celeuma nos Tribunais sobre a aplicação ou não da teoria do adimplemento substancial às garantias fiduciárias regidas pelo Decreto-Lei 911/1969, tese que, caso tivesse sido vencedora, tornaria ineficaz a garantia constituída em favor dos credores financeiros (o Superior Tribunal de Justiça entendeu ser inaplicável tal teoria às garantias fiduciárias regidas pelo Decreto-Lei 911/1969 por ocasião do julgamento do REsp n. 1.622.555).

O cenário é agravado quando há recuperação judicial do devedor ou garante. Nesse sentido, são ilustrativos os julgamentos dos recursos especiais n. 1.532.943 e 1.700.487. No primeiro caso, o Superior Tribunal de Justiça entendeu ser possível a supressão de garantias dos credores que concordassem com essa hipótese quando votado o plano de recuperação judicial. Mais recentemente o Superior Tribunal de Justiça julgou o REsp 1.700.487 e decidiu que a supressão de garantias é extensível também para os credores que não concordarem com ela desde que prevista essa hipótese no plano de recuperação judicial.

Nesse contexto, a previsão contida no artigo 113 da Lei nº 6.404/1976 exsurge como instrumento apto a permitir ao investidor o controle *ex ante* de condições que podem levar ao inadimplemento dos pagamentos. Portanto, ao invés de simplesmente lidar com os efeitos *ex post* e empreender esforços para mitigar os prejuízos já suportados, há mecanismo legal apto a propiciar ao credor financeiro que zele pela tutela de seus interesses de forma preventiva.

Ademais, o adequado exercício da faculdade prevista no artigo 113 da Lei nº 6.404/1976 pode auxiliar o credor financeiro a tornar outros arranjos contratuais mais eficientes, como, por exemplo, a obrigação de observância de determinados *covenants* financeiros pelo tomador do empréstimo.

Aprofundando as discussões dogmáticas existentes sobre os limites para imposição de restrição ao direito de voto e efeitos de tal ato, bem como analisando os arranjos contratuais atualmente utilizados e a eficiência dos mesmos, o trabalho pretende sistematizar o conhecimento hoje existente sobre o tema e, ao final, propor arranjos contratuais que efetivamente contribuam para a tutela do crédito.

Por exemplo, será analisado pelos espectros dogmático e empírico se a imposição de cláusula em acordo de investimento determinando que a tomadora do empréstimo deverá votar favoravelmente pela aquisição do controle acionário de outra companhia, bem como a estrutura que deverá ser observada em tal operação, é lícita e eficiente do ponto de vista da tutela jurídico-econômica dos interesses do credor.

3. FAMILIARIDADE COM O OBJETO DA PESQUISA

O Autor é advogado e possui atuação preponderante em casos litigiosos. Atua em litígios envolvendo operações de financiamentos complexos de diversas naturezas e, também, auxilia na estruturação de operações de financiamento, participando da redação e discussão de cláusulas envolvendo a constituição de garantias e demais arranjos destinados à proteção dos credores financeiros.

Em sua prática, constatou ser comum que credores não busquem dar efetividade para arranjos contratuais que permitam influir nos rumos da companhia tomadora do empréstimo com medo de serem contaminados com passivos e discussões com terceiros.

Ademais, o Autor também verificou que em outros casos o interesse do credor financeiro em buscar dar eficácia para as disposições contratuais que permitem influir de alguma forma na gestão da tomadora do empréstimo é manifestado de forma tardia, retirando a eficácia das medidas que poderiam ter sido adotadas.

Essa demora decorre do medo de contaminação com passivos e de assunção de responsabilidade perante a própria companhia tomadora do empréstimo, atrasando o processo de decisão.

Nessas hipóteses, a inércia do credor financeiro acarreta a diminuição ou perda da liquidez das ações (especialmente de sociedades fechadas) empenhadas ou alienadas fiduciariamente. Ou seja, na prática há o esvaziamento da garantia, cabendo ao credor financeiro buscar a excussão de outros ativos, muitas vezes insuficientes ou cuja execução pressupõe o tortuoso procedimento mencionado anteriormente.

O trabalho, como exposto nos tópicos anteriores, visa justamente apresentar os elementos dogmáticos e sistematizar o conhecimento empírico para dar maior segurança e eficiência ao processo de tomada de decisão dos credores financeiros.

4. QUESITOS

Os quesitos que serão respondidos no trabalho são os seguintes:

- (i) Quais os limites para a imposição pelo credor financeiro de restrições ao direito de voto?
- (ii) Em quais situações poderá ficar caracterizada a existência de conflito de interesses?
- (iii) Quais os efeitos do reconhecimento da existência de conflitos de interesses sobre a restrição imposta pelo credor financeiro?
- (iv) A imposição de restrições ao direito de voto caracteriza cláusula puramente potestativa?
- (v) O credor financeiro pode ser responsabilizado pela companhia pelas restrições impostas ao exercício de direito de voto?
- (vi) Terceiros podem responsabilizar o credor financeiro pelos efeitos da restrição ao direito de voto do acionista?
- (vii) A responsabilidade do credor financeiro é objetiva ou subjetiva?
- (viii) O credor financeiro pode ser sancionado na esfera administrativa pela Comissão de Valores Mobiliários ou pelo Banco Central?
- (ix) Quais os remédios existentes para o credor financeiro exigir o cumprimento da restrição de voto imposta? Ele pode anular a deliberação ou deverá se valer de outros mecanismos contratuais (multas ou vencimento antecipado, por exemplo) ou judiciais (postular a reparação por perdas e danos, por exemplo)?
- (x) Quais os arranjos contratuais comumente utilizados pelo mercado?
- (xi) Os arranjos contratuais comumente utilizados pelo mercado são eficazes e lícitos à luz das respostas dos quesitos anteriores?

5. FONTES DE PESQUISA E FORMAS DE ACESSO

As fontes de pesquisa contemplam:

- (i) Legislação: Lei nº 6.404/1976, Lei nº 10.406/2002, Lei nº 13.105/2015, Lei nº 13.874/2019 e atos normativos da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central;
- (ii) Doutrina;
- (iii) Jurisprudência;
- (iv) Contratos; e,
- (v) Entrevistas.

Todas as fontes de pesquisa são públicas. Os contratos utilizados no trabalho serão obtidos a partir de consulta de bancos públicos de informações como, por exemplo, processos judiciais não protegidos por segredo de justiça.

As entrevistas serão realizadas com profissionais considerados referência em suas áreas de atuação e apenas na hipótese de ser necessária a obtenção de dados empíricos não disponíveis em outras fontes de consulta.

6. BIBLIOGRAFIA PRELIMINAR

1. AGUIR JUNIOR, Ruy Rosado de. *Extinção dos contratos por incumprimento do devedor*. AIDE Editora, 2004.
2. BECKER, L.A. *Contratos Bancários – execuções especiais*. Malheiros, 2002.
3. BEZERRA FILHO, Manuel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falências Comentada*. RT, 2009.
4. BORBA, José Edwaldo Tavares Borba. *Direito Societário*. Atlas, 2014.
5. BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares e ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. *Alienação Fiduciária de Ações em Garantia de Opção de Venda de Ações (put option): uma proposta de mecanismo de liquidez para fundos de investimento em participação acionária*. Revista de Direito Empresarial, vol. 16/2016.

6. BULHÕES FILHO, José Luiz e LAMY, Alfredo. *Direito das Companhias*. Forense, 2017.
7. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – 2º Volume – Arts. 75 a 137*. Saraiva, 2013.
8. CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas*. Renovar, 2011.
9. COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Forense, 2014.
10. CHALHUB, Melhim Namen. *Negócio Fiduciário*. Renovar, 2009.
11. CHALHUB, Melhim Namen. *Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais*. Renovar, 2012.
12. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Artigos 80 a 137*. Quartier Latin, 2016.
13. GOMES, Orlando. *Contratos*. Forense, 2008.
14. LEVIN, Jack S. e ROCAP, Donald E. *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*. Aspen Publishers, 2019.
15. MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Contratos Coligados no Direito Brasileiro*. Saraiva, 2010.
16. NANNI, Giovanni Ettore. *Teoria Geral dos Contratos*. Atlas, 2011.
17. NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. *Invalidez das Deliberações de Assembleias das S.A.* Malheiros, 2017.
18. NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* Malheiros, 2014.
19. PENTEADO, Luciano de Camargo. *Efeitos Contratuais Perante Terceiros*. Quartier Latin, 2007.
20. RESTIFFE NETO, Paulo e RESTIFFE, Paulo Sérgio. A alienação fiduciária em garantia e a lei de sociedades anônimas: Lei 6.404/1976. RT, vol 60-74.
21. RESTIFFE NETO, Paulo e RESTIFFE, Paulo Sérgio. *Garantia Fiduciária*. RT, 2000.
22. RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos*. Forense, 2015.
23. RIZZARDO, Arnaldo. *Direito de Empresa*. Forense, 2007.
13. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. Saraiva, 2019.
12. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. Atlas, 2011.
24. SIMIONATO, Frederico A. Monte. *Tratado de Direito Falimentar*. Forense, 2008.

7. CRONOGRAMA DE EXECUÇÃO

Atividade	2019						2020												2021					horas	
	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5		
Coleta de Contratos	■	■	■											■	■										40h
Análise bibliográfica		■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■		■	■										90h
Análise de jurisprudência			■	■	■	■	■	■	■	■	■	■		■	■										100h
Reunião com Orientador		■		■				■				■						■			■				12h
Estruturação do Sumário						■	■																		30h
Redação			■			■	■					■	■	■	■	■	■	■							120h
Revisão							■												■	■					40h
Conclusão da Redação																					■				25h
Seminário de qualificação																						■			15h
Versão final																							■		20h