

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

Debt Management e Reestruturação Empresarial

Uma análise sobre as operações de *debt/equity swap* e sua conformação com o ordenamento
jurídico brasileiro

LEONARDO AGULHON ROMANELLO

São Paulo
2017

LEONARDO AGULHON ROMANELLO

Debt Management e Reestruturação Empresarial

Uma análise sobre as operações de *debt/equity swap* e sua conformação com o ordenamento jurídico brasileiro.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao programa de Graduação em Direito da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo como requisito à obtenção do título de Bacharel em Direito

Campo de Conhecimento: Direito Empresarial

Orientador: Prof. Danilo Borges dos Santos
Gomes de Araujo

São Paulo
2017

ROMANELLO, Leonardo Agulhon.

Debt Management e Reestruturação Empresarial: Uma análise sobre as operações de debt/equity swap e sua conformação com o ordenamento jurídico brasileiro. Leonardo Agulhon Romanello. – 2017. 84f.

Orientador: Prof. Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo.

Monografia (bacharel) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas.

1. Reestruturação Empresarial. 2. Debt-for-equity swap. 3. Dívida. 4. Participação Societária. 5. Conversão. 6. Direito Societário. 7. Sociedades Anônimas. I. dos Santos Gomes de Araujo, Danilo Borges. II. Monografia (bacharel) – Escola de Direito de São Paulo. III. Título.

LEONARDO AGULHON ROMANELLO

Debt Management e Reestruturação Empresarial

Uma análise sobre as operações de *debt/equity swap* e sua conformação com o ordenamento jurídico brasileiro.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao programa de Graduação em Direito da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo como requisito à obtenção do título de Bacharel em Direito

São Paulo, ____ de _____ de 2017

BANCA EXAMINADORA

Prof. (Nome do orientador)
Afiliações

Prof. (Nome do professor avaliador)
Afiliações

Prof. (Nome do professor avaliador)
Afiliações

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, que disponibilizaram, integralmente, os recursos materiais e imateriais para que eu pudesse usufruir de todas as oportunidades que me foram apresentadas ao longo desta jornada acadêmica. Sem eles, seria impossível vislumbrar quaisquer dos caminhos percorridos desde o início dos meus estudos.

À minha universidade, sua administração, diretoria e todo o seu pessoal, que ofereceram um ambiente louvável de incentivo ao aprendizado e ao desenvolvimento sólido do pensamento crítico. A Fundação Getúlio Vargas sempre será lembrada por todas as experiências nela nutridas.

Aos meus amigos e colegas, que estiveram sempre à disposição para as mais diversas demandas pessoais. Tolo seria acreditar que o caminho experimentado poderia ser trilhado sem a presença de todas estas pessoas, cada qual particular no seu ser, que estamparam sua marca no livro da minha vida.

Ao meu orientador, incondicionalmente disponível e empenhado, que esteve atento durante todo o período de confecção desta tese, oferecendo retornos avaliativos, indagações e críticas fundamentais para o apropriado desenrolar deste trabalho. Uma pessoa de caráter exemplar, que conquistou um espaço de relevância ímpar neste trajeto.

Aos meus professores, que estabeleceram os pilares da minha fundação jurídica e moldaram minha perspectiva de pensar o Direito e a academia. Sempre faltará espaço e palavras para descrever a importância destas pessoas no universo do desenvolvimento da formação acadêmica, profissional e, sobretudo, pessoal.

A todos os demais envolvidos que, direta ou indiretamente, contribuíram para o sucesso do presente momento. Não sendo possível abarcar com precisão todos aqueles que influenciaram o alcance deste estado, expresso, neste espaço, meus sinceros agradecimentos

RESUMO

Quando diante de dificuldades econômico-financeiras, não é incomum empresas promoverem intrincados processos de reestruturação de dívidas. Neste contexto, as operações de *debt/equity swap*, cuja essência é a troca de dívidas da empresa (*debt*) por participações societárias (*shares*), mostram-se uma alternativa viável, permeada de latente complexidade estrutural, refletida nas diversas consequências, potencialmente negativas ou positivas, por elas abarcadas. Foi possível depreender, ao longo das reflexões expostas neste trabalho, a existência de uma escassez literária doméstica referente ao *swap*. Ademais, os diplomas legislativos nacionais não são exaustivos sobre o tema, havendo, pois, uma lacuna normativa substancial, sequer preenchida pela doutrina. Adicionalmente, os negócios de conversão possuem sua utilização restrita no contexto nacional, seja por uma regulação ainda escassa e imatura, seja por uma incompreensão ou desconhecimento deste método ou, ainda, simplesmente por fatores culturais que ditam meios alternativos de solução. Com efeito, o trabalho se propôs - na égide de sanar, ao menos parcialmente, o problema de escassez literária sobre o tema - a estabelecer um balanço crítico das vantagens e desvantagens destas medidas de *debt management*, sua lógica e efeitos sistêmicos. Buscou-se, ainda, examinar a contemporânea engenharia das leis brasileiras quanto ao tratamento destes negócios, enquanto utilizado como instrumento de mercado, primariamente dentro do universo das Sociedades Anônimas. Para tanto, foram utilizadas fontes bibliográficas, domésticas e internacionais, que navegam no mundo da administração de empresas, da economia e do direito. Ademais, foram analisadas diversas normas e diplomas legais do ordenamento jurídico brasileiro. Como resultado, observou-se que, à parte de variadas dificuldades, o *swap* de *debt* por *equity*, em abstrato, se conforma à estrutura legal brasileira. Portanto, é a conversão uma política válida e eficaz de reorganização e enfrentamento da crise empresarial. No entanto, o *swap* não deve ser compreendido como o emplasto para todos os males. Seja pelas suas dificuldades legais de materialização, suas consequências societárias ou simplesmente pela peculiaridade do contexto negocial, outros instrumentos de reestruturação podem ser empregados.

Palavras-chave: Reestruturação Empresarial; *Debt-for-equity swap*; Dívida; Participação societária; Conversão; Direito Societário; Sociedades Anônimas.

ABSTRACT

When faced by economic-financial difficulties, it is not uncommon for companies to undertake intricate debt restructuring processes. In this context, debt for equity swap operations, which corresponds to the exchange of debt for company's shares, is a viable alternative, permeated by a latent structural complexity, which is reflected by the potentially negative or positive consequences covered by it. It was possible to infer, along the reflections discussed in this work, the lack of a domestic literary related to the swap. Therewithal, national legislative acts are not sufficiently exhaustive on the subject, implying in a substantial regulatory gap not even filled by the doctrine. In addition, the conversion has restricted domestic use, either by a scarce and immature regulation or by a misunderstanding or ignorance of this method, or even by cultural factors that dictate alternative means of restructuring. The paper aims – on the way to, at least partially, fill this gap in the literature - to establish a critical balance of the advantages and disadvantages of these measures of debt management, its logic and systemic effects. It was also sought to examine the contemporary engineering of Brazilian laws regarding the acceptance of these procedures, as used as a market instrument, primarily within the universe of Corporations. For this purpose, domestic and international bibliographical sources, which navigate through the world of business administration, economics and law, were used. In addition, several norms and rules of the Brazilian legal system were analyzed. As a result, it was observed that, apart from several difficulties, the debt for equity swap, in abstract, conforms itself to the Brazilian legal structure. Therefore, the conversion is a valid and effective policy of reorganization and of coping with the corporate crisis. However, the swap should not be understood as the remedy for all ills. Whether for its legal difficulties of materialization, its corporate consequences or simply the peculiarity of the negotiating context, other instruments of restructuring can be employed.

Keywords: Corporate Restructuring; Debt-for-equity swap; Debt; Shareholding; Conversion; Corporate Law; Corporations.

SUMÁRIO

1.	Considerações iniciais	10
1.1.	Apresentação do tema	10
1.1.1.	Swap no mundo dos fatos	11
1.1.1.1.	Experiências internacionais de aplicação do swap	12
1.2.	Delimitação do objeto	14
1.2.1.	O swap no âmbito falimentar	15
1.3.	Formulação do problema e justificativa da escolha	21
1.4.	Objetivos do trabalho proposto	22
1.5.	Abordagem metodológica	22
1.5.1.	Organização da monografia	23
2.	Lógica administrativa e aspectos gerais sobre o swap de dívida em participação	25
2.1.	Vantagens da operação	27
2.2.	Desvantagens da operação	29
2.2.1.	Principais custos envolvidos	31
2.3.	Turnaround e emprego de meios alternativos de reestruturação	35
3.	Contexto regulatório incidental às operações de swap	38
3.1.	Contribuição por crédito e avaliação da conversão	39
3.2.	Alteração de capital social	43
3.3.	Espécies de ações	45
3.4.	Acordos de acionistas	49
3.5.	Direito de preferência	52
3.6.	Tomada coletiva de decisão e demais questões deliberativas	54
3.7.	Participação de instituições financeiras	60
3.8.	Íterim negocial e a consumação da operação	62
3.9.	Companhias listadas em bolsa de valores	66
4.	Considerações finais	72
5.	Referências bibliográficas	79

“There are as many potential ways to structure a deal as there are motivations and objectives of each party (...). It’s not a contest among the lawyers to come up with the most complex structure; rather, they should use creativity and experience to design a structure (or multiple structures) that best serves the needs not only of buyer and seller but also of any third parties that are critical to the transaction”

Andrew J. Sherman

1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

1.1. Apresentação do tema

Não é incomum a necessidade de empresas promoverem processos de reestruturação de dívidas para alavancar sua saúde econômica, notadamente quando diante de dificuldades financeiras relacionadas a problemas de *cash flow* por endividamento excessivo. Para tanto, operações de *debt/equity swap*, cuja essência é a troca de dívidas da empresa (*debt*) por participações (*shares*), mostram-se uma interessante alternativa para enfrentar essas situações.

Na presente pesquisa, serão analisadas as típicas motivações, vantagens e riscos envolvidos nas operações empresariais de *debt/equity swap*, também conhecidas como “*equitisation of debt*”, e a possibilidade de operacionalização destes negócios no contexto legal brasileiro. Faz-se mister, em um primeiro momento, compreender as bases sobre as quais as indagações que seguirão se sustentam.

Deve-se ter sob consideração que *debt* e *equity* são as duas principais fontes de financiamento da atividade empresarial, compondo o modo como é estruturado e desenhado o capital da companhia. A maneira como estes meios são utilizados usualmente varia de setor para setor e entre os próprios *players* em uma indústria, a depender do modo como se busca administrar o negócio.

Os citados *swaps* encontram um espaço favorável de celebração nos casos em que as companhias (i) estão enfrentando dificuldades para operar, sendo a troca uma das poucas soluções para evitar o processo de insolvência; (ii) buscam alterar seus *debt/equity ratios* - típicas razões de alavancagem das empresas, variáveis do risco do capital e do potencial de crescimento da firma - ou seus *debt-service coverage ratio (DSRC)* - razão entre a receita operacional líquida e o serviço total da dívida -, em geral como parte de uma exigência imposta

por seus financiadores ou por órgãos reguladores, como é o caso da regulação no setor bancário; e (iii) passam por processos de reestruturação no âmbito de planos de recuperação judicial¹.

1.1.1. *Swap* no mundo dos fatos

Para se ter consciência da importância do tema, relacionada às vantagens associadas ao *swap*, segundo notícias recentes, “*oil and gas companies have completed more than a dozen debt-for-equity swaps over the past 14 months, clearing out more than \$1 billion in debt*”². Em sentido similar, diversas empresas chinesas, altamente alavancadas por crédito, estavam prestes a celebrar acordos de *swap* para reduzir o risco de uma crise financeira, seguindo a indicação de política do Fundo Monetário Internacional.³

É indicativo da sintomática de aplicação do *swap* que, entre as “*Top 10 Bankruptcies of 2016*”⁴ dos EUA, quatro delas foram estruturadas com base na formulação de um plano de *debt-equity swap*, ressaltando, pois, a importância deste procedimento. O sucesso da recuperação financeira do *Groupe Eurotunnel*, marcada pela conversão de parcela da dívida total em *equity* da empresa⁵, é outro exemplo de efetiva aplicação da ferramenta de *swap*.

¹ Nas hipóteses (i) e (iii), os débitos são chamados de *distressed debts* – termo que indica os débitos das companhias que estão sujeitas a um processo falimentar ou possuem significativas chances de a ele se sujeitarem - situação que, pelo elevado risco envolvido, faz com que os objetos negociados sofram elevados descontos se comparados com cenários de normalidade financeira. Abre-se, então, grande espaço para a atuação de investidores de risco. Ilustrando a referida dinâmica, o hedge fund Oasis Management Co Ltd. realizou, recentemente, várias compras com descontos substanciais de *bonds* de companhias de energia – sensibilizadas pela queda do preço do barril de petróleo - através de operações no Mercado Secundário e, posteriormente, celebrou acordo de troca das dívidas por *equity* das respectivas empresas, espécie de estratégia conhecida como “*loan to own strategy*”. Para maiores informações, ver: <<http://www.fcscfg.com/index.php/terminology/loan-to-own>>. Acesso em: 26 de fevereiro de 2017).

² REUTERS. *Appetite for destruction? Energy investors swap debt for equity*. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/us-usa-energy-investors/appetite-for-destruction-energy-investors-swap-debt-for-equity-idUSKCN0YV24T>>. Acesso em: 24 de fevereiro de 2017.

³ REUTERS. *More Chinese firms unveil debt swaps as Beijing struggles to reduce leverage*. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/us-china-debt-swap-idUSKCN12C1OI>>. Acesso em: 24 de fevereiro de 2017.

⁴ LEXOLOGY. *Top 10 Bankruptcies of 2016*. Disponível em: <<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=b1af4a59-47e2-42dd-ae6a-d0e1dfa9c72a>>. Acesso em: 24 de fevereiro de 2017.

⁵ GUARDIAN, The. *Eurotunnel saved by shareholder support*. Disponível em: <<https://www.theguardian.com/business/2007/may/26/travel.travelnews>>. Acesso em: 25 de fevereiro de 2017.

No contexto brasileiro, “Brazil state banks may swap Petrobras debt for stock-sources”⁶, e a Oi, no âmbito de sua recuperação judicial, “unveiled a debt restructuring proposal, offering to sell assets and proposing a debt-for-equity swap option that could mean a 70 percent haircut for bondholders”⁷, de acordo com a agência de notícias Reuters.

A OGX, em seu procedimento nacional de recuperação judicial, em 2015, efetuou a troca de parcela de suas dívidas por participações societárias, através da emissão de *American Depositary Receipts*⁸.

À luz do exposto, verifica-se a marcante proliferação do *swap* como instrumento de gestão da crise empresarial.

1.1.1.1. Experiências internacionais de aplicação do *swap*

A história de diferentes países, e de companhias neles sediadas, através da participação ativa do Estado⁹, é também marcada pelo emprego do instrumento de *swap*.

Um desses países foi a China, responsável por introduzir uma política estatal de *swaps*, apresentada como um instrumento de reestruturação financeira para combater a vasta acumulação de “*non-performing assets*” no sistema bancário nacional. O governo chinês, dentre variadas medidas, criou companhias específicas – as *Asset Management Companies* (AMCs), partes terceiras na relação entre as empresas devedoras e os bancos credores – para adquirirem participações e empregar técnicas de gestão voltadas à recuperação destas sociedades. Apesar do questionável sucesso do programa, esta experiência demonstra a utilização programática da conversão de *debts* em *equity* (STEINFELD, 2001).

⁶ REUTERS. UPDATE 2-Brazil state banks may swap Petrobras debt for stock -sources. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/brazil-corruption-petrobras-debt-idUSL2N15V17W>>. Acesso em: 24 de fevereiro de 2017.

⁷ REUTERS. UPDATE 2-Brazil's Oi debt plan vexes bondholders with 70 pct haircut. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/oi-bankruptcy-plan-idUSL1N1BI028>>. Acesso em: 25 de fevereiro de 2017.

⁸ LOBEIRAS, Alicia. *OGX: Debt-for-Equity Exchange: Through ADR Program for Prepetition Bondholders*. Disponível em: <<https://www.clearygottlieb.com/~media/cgsh/files/emerging-markets-restructuring-journal/debut-issue-2016/15060205-emerging-markets-journal10.pdf>>. Acesso em: 25 de fevereiro de 2017.

⁹ A especificidade destas experiências encontra respaldo na participação do Estado via programas públicos formais de fomento ao *swap* ou de legislações elaboradas com o intuito primário de desenhar uma conjuntura de auxílio e incitação à conversão. Trata-se, por conseguinte, de situação peculiar, não experimentada domesticamente.

A Ucrânia, igualmente, em meados de 2010, passou por uma crise econômica marcante, sendo que variadas empresas do país, em face de dívidas substanciais, viram à sua disposição o mecanismo de *debt/equity swap* como uma solução alternativa ao processo falimentar, “*in a situation when available assets are evidently insufficient for immediate redemption and debt repackaging strategy may yield positive effect in future.*” (VYGOVSKYY, 2010).

De maneira similar, empresas do Reino Unido, durante os anos 90 e 2000, utilizaram-se da conversão de dívidas em participações para superar profundas crises financeiras¹⁰. Esta prática se viabilizou, em muito, pelo papel central atuado pelos bancos britânicos. Nesse sentido:

In the UK lending market, by the early 1990s many bank lenders had become more willing to continue to fund stressed borrowers rather than pursue enforcement strategies if they were given an opportunity to increase their returns on a turnaround of the borrower by receiving equity or equity-like rights (CLOWRY, 2013).

Igualmente, companhias japonesas, muitas delas do setor de manufaturas, adotaram planos de *swap* para resolverem seus problemas de débito e recapitalizarem suas atividades empresarias, em especial no início dos anos 2000. O próprio governo japonês, por meio da promulgação da *Law on Special Measures for Industrial Revitalization*, buscou incentivar estes negócios – o que evidencia o impacto no interesse público causado pelas políticas de conversão (SEKI, 2002)¹¹.

Não são escassos, conforme o exposto, os casos nos quais o *swap* serviu como um instrumento catalizador para a superação de crises generalizadas em setores múltiplos das economias nacionais.

¹⁰ Como aponta VYGOVSKYY (2010), “In 2002, for instance, as a consequence of restructuring the creditors of Marconi, the British company in telecommunications sector, exchanged approximately £4 billion of debt for 99.5% of the ordinary equity in the company. This was also the way for British Energy (97.5% of equity and £425 million of new bonds in exchange for £1.3 billion of debt), Telewest (98.5% of ordinary equity were exchanged for £3.8 billion of bond 5 debt) and Concordia (97.5% of the equity in Concordia were offered to the holders of €160 million senior subordinated notes).”

¹¹ Para maiores dados acerca das empresas que se valeram do *swap*, ver “*Survey on usage of Debt-Equity Swap by Corporations (2005.02)*”. Disponível em: <http://www.tdb.co.jp/english/news_reports/w0502.html>.

1.2. Delimitação do Objeto

É necessário, já neste momento, delimitar o objeto que será trabalhado. Expõe-se que não se está diante de operações envolvendo as chamadas *Convertible Notes*, ou Debêntures Conversíveis em Ações – típica espécie de valor mobiliário negociada no mercado brasileiro – tendo em vista que estas preveem, antecipadamente, um cenário de conversão futura da dívida, sobre a qual a debênture encontra lastro, em participação societária. No caso em questão, o *swap* não ocorre automaticamente por meio de um valor mobiliário anterior que o sustenta. Trata-se de uma operação nova, cujo objetivo precípua é, efetivamente, realizar a troca de *debt* por *equity*.

Não se pode falar, igualmente, em Título de Dívida Conversível (TDC) – contrato de investimento adaptado ao cenário das sociedades limitadas – pelas mesmas razões apresentadas que distinguem o *swap* das debêntures conversíveis.

Outrossim, a operação tratada não deve ser confundida com a prática de empresas de entrarem no mercado de valores mobiliários, ofertando publicamente suas participações, como estratégia norteadora de reestruturação de passivos. Nestas situações, o que se procura é o simples aumento do capital social pela entrada de novos investidores na companhia, e não a troca de dívidas por *equity*. Em outras palavras, a mera injeção de novos recursos não se assemelha à substituição de uma classe financeira por outra.

A conversão de dívida em participação societária não é, ainda, um negócio genérico de *swap*. Esta nomenclatura, no universo negocial, engloba diversos instrumentos e operações distintas, dentre elas o *swap* no mercado de derivativos - cuja essência é a troca de risco entre as partes envolvidas - ou o *swap* inserido em um cenário de política macroeconômica - por meio do qual diversos países em desenvolvimento da América Latina, ao final do século XX, “*over-leveraged*” por suas políticas econômicas de financiamento, buscaram a utilização desta técnica para estabilizarem as razões de débito dos seus respectivos PIBs (produto interno bruto) (SCHLOENDORN, 1988)¹².

¹² A conversão de dívidas em participações, no cenário macroeconômico brasileiro, teve lugar em vários momentos da história do país. Desde 1975, o referido mecanismo é utilizado, com certo grau de sucesso, por investidores estrangeiros, sensibilizados pelas crises econômicas experienciadas pelo Brasil ao longo dos anos de sua história. Pela especialidade destes investidores e pela natureza da conversão tratada, o Banco Central do Brasil (BACEN), como instituição responsável pelo controle da entrada de investimentos estrangeiros na nação, exerceu papel fundamental no programa de *swap*, notadamente pela publicação da Resolução nº 1.460/1988 (PAES, 1989).

Os limites ontológicos do objeto tratado, neste contexto, devem ser compreendidos como os definidos nestas prévias considerações.

1.2.1. O *swap* no âmbito falimentar

Neste momento, mostra-se imprescindível delimitar com maior precisão o *locus* do objeto de pesquisa para a análise do *swap* – cuja espécie a ser abordada já fora discutida – enquanto instrumento de mercado, e não como opção a ser implementada no âmbito do procedimento falimentar – espaço que, conforme indicado, é igualmente marcado pela possibilidade de formalização deste acordo. Para melhor ilustrar essa possibilidade¹³, sob pena de críticas à insuficiência da pesquisa – mesmo diante da limitação antecedente – cabe expor brevemente a hipótese que está sendo lateralizada, sem qualquer pretensão exaustiva.

Ao se tomar como parâmetro uma perspectiva globalizada, nos EUA, o procedimento de *swap* não é novidade nos processos regidos pelo *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* – dispositivo regulatório que, no Brasil, equivale à recuperação judicial¹⁴, enquanto a alternativa do *Chapter 7* corresponde ao processo liquidatório brasileiro – em muito pelo histórico processo de *financial rescues* de empresas americanas no começo do século XX, precedido por uma alta alavancagem financeira destas companhias no final do século XIX .

A Alemanha, ao seguir a previsão norte-americana¹⁵, editou, em 2011, o “*Act to Facilitate the Reorganisation of Companies*”, como emenda ao seu Código de insolvência, explicitando, pela primeira vez, a possibilidade de os planos de recuperação preverem operações de *debt/equity swap*¹⁶. Disto resultou uma maior segurança jurídica aos negócios desta espécie,

¹³ Com maior precisão, “legally, the question is whether a conversion mechanism would be recognized in the company’s bankruptcy and, economically, the issue is to put a proper valuation on these complex financial instruments” (McCORMARCK, 2008).

¹⁴ Em outras palavras, “Chapter 11 provides a debtor with an opportunity to reorganise a business or capital structure while continuing normal business operations under the control of the debtor’s management and board of directors” (MALLON, 2012).

¹⁵ Contextualizando a influência sofrida pela Alemanha, Charlotte Schmitt aponta: “Although compared with the Anglo-American legal area the debt-equity-swap is less widespread in Germany, investors who are specialised in reorganisation cases – in particular UK and US investors, who are familiar with the debt-equity-swap from their home markets – are increasingly using the current market situation in Germany in order to participate in companies with turn-around potential by means of a debt-equity-swap” (SCHMITT, 2010).

¹⁶ Vale enfatizar o modo pelo qual estas operações tomam forma na Alemanha. Segundo as autoras: “Technically speaking, the debt-equity-swap in Germany is divided into two steps; first, the reduction of the company’s nominal

promovendo, conseqüentemente, um cenário de incentivo a formas alternativas de reestruturação e reorganização empresarial (RODERBURG; SCHMITT, 2011). Ressalta-se, ainda, que a Alemanha compartilha de certas peculiaridades do seu regime de responsabilidade que favorecem os negócios de conversão de dívida¹⁷.

Comparativamente aos EUA, o Brasil possui determinadas características particulares em relação ao seu direito falimentar nacional que influenciam, em certa medida, o sucesso das conversões de dívidas.¹⁸

No compasso do desenvolvimento, o direito falimentar brasileiro, influenciado pelas práticas norte-americanas de *common law*, veio a equacionar novas formas de tratar a empresa em crise, não se restringindo às crises de iliquidez temporária, mas abrangendo, igualmente, “problemas de insolvabilidade em que se instala uma situação de desequilíbrio

capital and, second, a following capital increase by contributing the receivable as a non-cash contribution into the company. Regularly, both steps require majority votes (75%) by the existing shareholders” (RODERBURG; SCHMITT, 2011).

¹⁷ Conforme aponta Karl, “If a company is cashflow negative, then over time the directors may become concerned about wrongful trading-type liabilities in the event that the company were eventually to enter insolvent liquidation. This is amplified in certain civil law jurisdictions such as Germany, where criminal liability may arise for directors if they continue to permit a company to trade when either balance-sheet or cash-flow insolvent”. (CLOWRY, 2013, op.cit.)

¹⁸ Em um primeiro momento, pode-se afirmar que a Lei 11.101/05, ou Lei de Recuperação Judicial e Falências, ao focalizar o devedor como o agente responsável pela elaboração e entrega do plano de recuperação judicial (Art. 53) – que será discutido posteriormente pelos credores da companhia em duas ocasiões marcantes, quais sejam, a hipótese contemplada pelo Art. 5º, XXXIV, *a*, e LV, da CF, e Arts. 52, §1º, III, e 55, *caput*, da LRF (TOLEDO, 2007) – retira consideráveis poderes de propositura dos credores, sujeitos à organização prévia do que fora a eles apresentado. Considerando que a concordância dos *shareholders* da companhia é essencial para o negócio de *swap*, é razoável prever que, pelo resultado subsequente de pulverização de suas participações, haverá grande relutância em procederem à conversão. Outro fator sistêmico – e característico do cenário brasileiro, em contraposição ao norte-americano - que pode influenciar no sucesso do *swap* é a inexistência de um *locus* judicial específico para o desenrolar das recuperações judiciais. Apesar de, em certos estados, haver cortes especiais voltadas para esta área, esta não é a regra geral que norteia a organização judiciária nacional. O sucesso do *swap*, neste sentido, depende, em grande parte, da competência interpretativa, familiaridade e instrução dos juízes sobre esta espécie negocial – além da prestação satisfatória de informações e cumprimento apropriado das obrigações por parte do Administrador Judicial, figura essencial no processo falimentar brasileiro – uma vez que, mesmo o plano de recuperação estando fundado em uma operação de *swap*, ele continua, por excelência, sujeito às disposições gerais da Lei de Recuperação Judicial, de modo que a harmonização com seus pressupostos e fundamentos é essencial para o reconhecimento da validade deste negócio jurídico. Pode-se citar, ainda, como uma relevante diferença, a imprevisibilidade do tempo de duração da recuperação judicial. Apesar de a LRF ser clara quanto aos prazos legais, é possível que, na prática, por fatores diversos – resultantes, *v.g.*, de um contexto não cooperativo promovido pelos credores - o procedimento se estenda por longos intervalos de tempo, dificultando ainda mais o êxito do *swap*, altamente sensível à efetiva reestruturação posterior da empresa que, nessa conjectura, é função do tempo de sujeição à crise enfrentada. Diante do exposto, impõe-se a indispensabilidade de cautela ao analisar o transplante puro das normas estadunidenses ao direito nacional. Ver DELOITTE. *Spotlight on Brazil Cross-Border Insolvency: Recuperação Judicial vs. U.S. Chapter 11*. Elaborado em conjunto com: Demarest Advogados, Felsberg Advogados e Morrison Foerster. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/finance/us-advisory-spotlight-on-brazil-cross-border-insolvency-recuperação-judicial-vs.-us-chapter-11.pdf>>. Acesso em: 19 de fevereiro de 2017.

patrimonial adverso”. Como resultado, o legislador, no âmbito da Lei n° 11.101/2005, o dispositivo responsável por regular o processo falimentar no ordenamento jurídico nacional, bem previu diversos mecanismos para promover a função da preservação empresarial (SZTAJN, 2007)¹⁹.

A “emissão de valores mobiliários”²⁰ – aqui entendidos como aqueles elencados pelo Art. 2° da Lei n° 6.385/1976 – neste âmbito, constitui um dos meios de recuperação judicial previstos na lei, conforme redação do Art. 50, XV, do dispositivo falimentar. Pode-se, ainda, combinar este dispositivo com o inciso VI do mesmo artigo, permitindo que as empresas recuperandas aumentem seu capital social para procederem ao processo de conversão²¹.

Neste diapasão, percebe-se, de antemão, cenário promissor, e indutor, para a realização das operações de *swap*. Esta construção se sustenta, ademais, pela não taxatividade dos meios de reorganização previstos no Art. 50 da LRF. Conforme esclarece TOLEDO (2007), “a LRE enumera mais de duas dezenas de modos ou ‘meios de recuperação judicial’, autorizando, expressamente, que outros sejam empregados para reestruturar e sanear a empresa em crise”.

Deste modo, mesmo que se entenda que as operações de *swap*, por sua natureza particular, não se enquadram no rol deste artigo, elas ainda assim poderiam ser pactuadas.

Pode-se citar, ainda, a preferência do legislador em prever a realização dos ativos das empresas em crise em sua integralidade, em oposição à alienação isolada ou em blocos,

¹⁹ A respeito dos meios de recuperação da empresa em crise, como bem apontou o Desembargador Gilberto Guarino no seu voto do Agravo de Instrumento n° 0039682-69.2014.8.19.0000, julgado em 03/12/2014, a "Lei Federal Nacional n. ° 11.101/2005 arrola, nos 16 (dezesseis) incisos do seu Art. 50, os instrumentos financeiros, administrativos e jurídicos que normalmente são empregados na superação de crises de empresas. A extensa enumeração, meramente exemplificativa (...), tem como óbvia consequência não excluir outros meios de reestruturação do devedor, impondo, apenas e tão somente, que se observe a legislação pertinente a cada caso. (...) Na realidade, é característica do (...) Direito Empresarial, como pública e notoriamente deflui dos textos de todos os doutrinadores, a ampla inventividade da mente humana, de forma que se tem um sistema fortemente aberto, só balizado pela idoneidade, pela validade e pela eficácia prática das respectivas disposições, impondo-se a observância do *pacta sunt servanda* e verdadeiras cláusulas gerais, como a boa-fé objetiva, a adequação direta de meios a fins, o princípio da proporcionalidade e o postulado da razoabilidade (...).”

²⁰ “Emitir valores mobiliários significa: a) emitir novas ações para aumento de capital (inc. VI); b) emitir títulos de dívida ou debêntures, conversíveis, ou simples; c) emitir opções para a compra de ações o que implica previsão de aumento de capital” (SZTAJN, 2007).

²¹ Quanto a esta medida, cabe expor as considerações de Jorge Lobo sobre o inciso VI da Lei. Segundo o autor, o “aumento do capital social é um ótimo meio de recuperação, pois eleva o índice de liquidez da empresa, embora possa abalar o poder de controle caso o controlador não subscreva as novas quotas ou ações, cumprindo observar que o aumento do capital social não poderá implicar diluição injustificada da participação dos minoritários (LSA, Art. 170, § 1°). (LOBO, 2016).

conforme Art. 140 da LRF²², realçando, por consequência, uma das evidentes vantagens da conversão de dívidas em participação societária, qual seja a transferência da atividade empresarial na íntegra aos credores. Contudo, deve restar claro que estes dispositivos não foram elaborados com o fulcro imediato de permitir as operações de conversão de dívida. A aplicação das normativas referidas é demasiadamente mais ampla do que o elementar procedimento de *swap*.

Adicionalmente, uma das situações promissoras de elaboração do negócio de *swap* no contexto de recuperação judicial se dá na proposição de créditos adicionais ao devedor por parte de seus credores – na esperança de recuperação da empresa, em crise, nestas situações²³, pela dificuldade de aquisição de novos financiamentos por vias diversas - comumente tratada como *Debtor-in-Possession (DIP) financing*, espécie natural do *U.S. Code, Title 11, Chapter 3, Subchapter IV, § 364, Obtaining credit* (CAVALLI, 2016). Além da garantia de que esses créditos serão pagos anteriormente aos créditos concursais, por força dos arts. 67 e 84 da LRF²⁴, é particularmente interessante a pactuação de previsões para o recebimento do valor devido em *equity* da recuperanda. Os negócios de DIP, nesse sentido, são eficientes catalisadores do sucesso da reestruturação da empresa e, por consequência, da facilitação do *swap*, tendo em mente que o acesso a novas linhas de crédito é imprescindível para a manutenção, e reforma saudável, da atividade empresarial²⁵.

Além dos dispositivos já indicados, os valores envolvidos nestas operações se coadunam com o princípio geral do direito falimentar nacional de preservação da empresa em crise, devidamente retratado no Art. 47 da LRF²⁶.

²² Comentando o dispositivo, Rachel Sztajn bem afirma que “a ordem em que estão dispostas as opções, estabelecida nos incisos I a IV, indica, com precisão, o que se considera mais adequado na perseguição de tal escopo, obter os maiores valores possíveis, dadas as circunstâncias fáticas e legais, para solver o máximo do passivo. (...) Preferir a venda da empresa, isto é, todos os estabelecimentos, entenda-se, representa dar prioridade à sua preservação como unidade de produção, ou seja, como se houvesse algum tipo de sinergia operacional entre tais unidades, afastando-se inicialmente a venda de estabelecimentos ou ativos isolados”. (Ibidem)

²³ Resultado, em partes, dos “critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa”, derivados da Resolução nº 2682/1999 do BACEN.

²⁴ Sendo crédito extraconcursal, ou seja, “crédito não sujeito à regra do concurso”, a LRE garante a esta categoria prioridade absoluta de preferência. Ou sejam, trata-se de espécie de crédito “dotado de super privilégio na ordem de recebimento, por ter hierarquia primacial na categoria dos credores” (LOBO, 2007).

²⁵ Em suma, “as with any other bankruptcy reorganization, a bankruptcy reorganization grounded in a debt-for equity swap requires sufficient funding, whether through operations, DIP financing or funding by the creditors whose debt will be converted into equity” (CRAPO, 2009).

²⁶ Pela redação do dispositivo, pode-se afirmar que “a recuperação judicial tem por finalidades imediatas a preservação dos negócios sociais, a continuidade do emprego e a satisfação dos direitos e interesses dos credores e, por finalidades mediatas, estimular a atividade empresarial, o trabalho humano e a economia creditícia” (TOLEDO, 2007).

Negociações de *swap*, ainda, encontram um eficiente refúgio no procedimento de recuperação extrajudicial, marcado pela participação colaborativa da parte credora e devedora na pactuação de um plano sem a intervenção característica do Poder Judiciário. Trata-se de uma inovação trazida pela Lei n° 11.101/2005, regulada no Capítulo VI deste dispositivo²⁷.

O espaço para a implementação de políticas de conversão, contudo, não se restringe ao acordo voluntário entre a empresa devedora e seus credores. Independentemente da legalidade da decisão, os Tribunais de Justiça de São Paulo e do Rio de Janeiro já se manifestaram a favor do entendimento de que é possível impor aos credores contrários à decisão assemblear a aceitação de pagamento da dívida através de participações na empresa recuperanda, na hipótese de o plano ter sido aprovado pela Assembleia de Credores em deliberação conforme os parâmetros da Lei de Recuperação e Falência.

O TJSP, no julgamento do agravo de instrumento n° 0333243-47.2009.8.26.0000, em 27/10/2009, frente ao pedido de anulação do aprovado plano de recuperação judicial que previa o pagamento de parcela dos créditos por meio de ações da empresa recuperanda – que, na ocasião, fundir-se-ia com outras do grupo empresarial para abrir capital na Bolsa de Valores Mobiliários, constituindo uma Sociedade Anônima de Capital Aberto – não proveu o recurso, entendendo que a liberdade de associação, garantia constitucional prevista no Art. 5°, XX, da Constituição Federal, não fora ferida²⁸.

Recentemente, o TJRJ, em 11/03/2015, no julgamento dos embargos de declaração no agravo de instrumento n° 0032962-86.2014.8.19.0000, enquanto no processo de recuperação judicial da empresa OGX Petróleo e Gás Participações S/A, foi questionado sobre a decisão de homologação do plano de recuperação judicial que previa o pagamento dos créditos concursais

²⁷ O caso de recuperação extrajudicial da empresa Lupatech, iniciado em 2004, bem ilustra a utilização deste plano no contexto da conversão de dívidas. A empresa, na ocasião, converteu parcela significativa dos seus débitos – em sua maior parte com “*international bondholders*”, em oposição aos naturalmente relutantes bancos locais e fornecedores que, via de regra, buscam a simples reprogramação do pagamento devido – em participações na companhia. Notícia disponível em: <<http://www.felsberg.com.br/en/lupatech-restructuring-confirms-debt-for-equity-swaps-key-for-brazil/>>. Acesso em: 24 de fevereiro de 2017.

²⁸ Conforme segue: “quanto à previsão de pagamento em ações de sociedade anônima, evidente que não se confunde com constrangimento do agravante a associar-se, não só porque o agravante não precisa participar ativamente da nova sociedade, usando as ações como valores mobiliários, como porque poderá livremente negociá-las. (...) Desta forma, a agravante não será compelida a associar-se e permanecer associada, pois o que o plano de recuperação judicial prevê é que o pagamento ocorrerá por ativos mobiliários (ações), que poderão ser liquidados (vendidos em bolsas) após o prazo mínimo de um ano”.

e extraconcursais por meio de conversão em capital social da empresa recuperanda, também por alegada afronta ao Art. 5º, XX, da Carta Maior²⁹.

A presente pesquisa, no entanto, não pretende analisar a legalidade das decisões supramencionadas, bem como as especificidades do contexto falimentar. O exame aqui desenvolvido tem como pressuposto o acordo das partes envolvidas para efetuarem o *swap* de dívidas em participações enquanto mecanismo precipuamente de mercado.

Antes de iniciar a discussão, por fim, é essencial esclarecer que o instituto será tratado, primariamente, dentro do universo das Sociedades Anônimas. Este recorte se justifica pelo fato deste tipo de sociedade compartilhar de uma gama regulatória mais profunda em comparação a outras espécies societárias. Esse dado permite que a legislação brasileira seja

²⁹ No teor da decisão, a “titularidade dos valores mobiliários não exige do acionista da nova companhia (OGX REESTRUTURADA) efetiva e permanente adesão ao seu quadro societário. Com bem asseverado pelas agravadas, o plano recuperatório não determina a associação compulsória (nem poderia fazê-lo...), mas estabelece que os credores titulares das ações poderão optar pela alienação desses valores mobiliários, por conta própria ou, facultativamente, outorgar poderes a um comissário encarregado da venda. (...) Desta forma, soa e é, efetivamente, descabido confundir a conversão dos créditos concursais e extraconcursais em ações com o constrangimento do credor a associar-se, não só porque, como já salientado, sua participação ativa na nova companhia não é obrigatória, como também em razão da garantia de poder livremente negociar os valores mobiliários recebidos”. A orientação seguida pelos tribunais, no entanto, não é isenta de críticas. Pode-se argumentar que o posicionamento dos tribunais fere, em certa medida, as disposições do Art. 313 do Código Civil – segundo o qual “o credor não é obrigado a receber prestação diversa da que lhe é devida, ainda que mais valiosa” – e do Art. 315 do mesmo dispositivo – “as dívidas em dinheiro deverão ser pagas no vencimento, em moeda corrente e pelo valor nominal (...)”. Nesse sentido, forçar os credores dissidentes a aceitarem as ações da empresa como forma de pagamento pode ser entendido como contrário à obrigatoriedade do pagamento pelo padrão monetário e, ainda, à conformidade das prestações pactuadas. Ainda, há eventuais problemas econômicos que fragilizariam a decisão de conversão forçada dos créditos. Em primeiro lugar, pode-se entender que o aumento do número de ações da companhia, seguido de uma venda em massa por parte dos novos detentores das participações – que não buscam, ao contrário do *swap* voluntário, reestruturar a empresa para recuperar o valor investido, mas desejam apenas a liquidação de seu crédito – criará um deslocamento substancial na curva de oferta das ações da empresa, reduzindo, pois, o preço a ser pago por cada participação. Nesse sentido, dificilmente os credores recuperarão os valores de direito. Corrobora com esta conclusão o fato de que, em regra, a demanda por participação de empresas sujeitas ao processo falimentar não é suficiente para acompanhar e suprir todo o aumento da oferta. Como consequência, o preço médio a ser pago por cada participação tende, assim, a diminuir. Perceptível, ainda, o espaço para a consubstanciação de espécie de risco moral (“*moral hazard*”) pela abertura de conversões forçadas. Não é de todo irracional afirmar que condutas dos acionistas e administradores das empresas recuperandas, manifestamente contrárias à boa-fé dos credores, marcadas pela confecção de planos de recuperação irrealistas – voltados apenas a entregar a companhia aos novos sócios, através de aceitação majoritária da Assembleia de Credores - imbuídas de ânimos de auto favorecimento através da estrutura do processo falimentar, serão, em parte, incitadas. Há, nesse teor, potencial para discrepâncias questionáveis no tratamento de diferentes classes de credores da companhia. Por fim, deve-se esclarecer que um dos pilares para o sucesso do *swap* é, justamente, o acordo das partes quanto às diversas provisões da conversão, tanto a curto quanto a longo prazo. Curioso, nesse sentido, o fato de que não é de todo incomum a pactuação de cláusulas “*lock-up*” nos acordos de *swap*, impedindo a saída a qualquer momento dos novos entrantes na companhia. Isto pode ser entendido como um mecanismo facilitador da cooperação – imprescindível - entre os novos e antigos *shareholders* da companhia, a fim de que os sujeitos possam capturar o devido valor criado pela operação. Distó decorre a possibilidade do *swap*, nestas condições, nascer fadado ao fracasso, uma vez que, por mais que existente, o espaço de negociação nos procedimentos falimentares é notadamente mais frágil do que em ambientes de normalidade de negócios.

abordada com maiores detalhes - com efeitos interpretativos, contudo, não restritos apenas a este domínio. Além do mais, a sintética regulação aplicada aos demais tipos de sociedades permite uma maior flexibilidade ao negócio de *swap*, não ensejando, portanto, dúvidas jurídicas substanciais que justificariam todo o esforço de exegese. Todavia, considerações pontuais sobre normas que regem as sociedades limitadas serão, quando necessário, expostas ao longo do trabalho, sem prejuízo ao tema.

1.3. Formulação do problema e justificativa da escolha

A motivação primeira para o estudo do tema se deu pelo interesse nas maneiras pelas quais as sociedades empresariais, diante de um cenário de dificuldade financeira, podem estruturar intrincadas operações financeiras para reavivar a saúde da companhia. Neste panorama, o *swap*, pela sua aparente obscuridade frente ao olhar banal e pela sua latente complexidade estrutural – que se reflete nas diversas consequências, potencialmente negativas ou positivas, a depender do agente observado e da conjuntura materializada, abarcadas por tais operações - acabou sendo considerado a escolha ideal para adentrar no tema.

Após pesquisa prévia sobre o *debt-equity swap*, foi possível apreender a existência de uma escassez literária doméstica referente a estas operações. Além disso, foi possível aferir que os diplomas legislativos nacionais, incluindo o aparato administrativo incidente, não são suficientes sobre o tema, havendo, pois, uma lacuna normativa substancial, sequer preenchida pela doutrina.

Deve-se ressaltar, ainda, que os negócios de conversão possuem, aparentemente³⁰, sua utilização restrita no contexto nacional, seja por uma regulação ainda escassa e imatura, seja por uma incompreensão ou desconhecimento deste método ou, ainda, simplesmente por fatores culturais que ditam meios alternativos de solução.

³⁰ Trata-se de uma impressão derivada do estudo do tema ao longo do período de confecção do presente trabalho. Cabe esclarecer que nenhum estudo empírico doméstico fora levantado ou consultado para se chegar à assertiva apresentada, muito pela falta de dados estatísticos sobre a matéria.

Assim, apresenta-se como problema a ser enfrentado neste estudo a estruturação do *swap* em espaços potencialmente regulados não preenchidos pelo diploma legal ou pelo exercício da doutrina nacional e, por vezes, internacional.

O problema, diante desta dificuldade, se confunde com a motivação para o estudo do tema em suas variadas facetas, fundamentalmente jurídica e administrativa. O desejo sumário, portanto, é de melhor compreender os *inputs* e *outputs* da operação de conversão de dívida em participação, expondo os achados ao longo deste manuscrito.

1.4. Objetivos do trabalho proposto

O que se pretende com o presente trabalho é investigar a estrutura econômica dessas operações e a moldura regulatória incidente, procurando, dentre outros objetivos, entender as razões que tornam este procedimento popular em variados países, excluindo, em sua máxima potencialidade, o Brasil.

Em suma, busca-se, com esta pesquisa, estabelecer um balanço crítico das vantagens e desvantagens destas medidas de *debt management*, sua lógica e efeitos sistêmicos, além de examinar a contemporânea engenharia das leis brasileiras quanto ao tratamento destes negócios para, em última instância, subsidiar, ao menos parcialmente, a solução do problema de escassez literária sobre o tema.

1.5. Abordagem Metodológica

O trabalho em questão foi elaborado sob os seguintes baluartes metodológicos, relacionados aos critérios de (i) tipo e objetivo de pesquisa; (ii) fontes empregadas e procedimento; (iii) abordagem e resultados auferidos.

Acerca do tipo de investigação explorado, trata-se de pesquisa eminentemente descritiva, que se propôs a compreender as variáveis relevantes para o tema, expondo-as a fim de melhor ilustrar e criticar as estruturas do processo de conversão. Em outras palavras, o estudo

buscou explicar a operação de *swap*, em suas variadas facetas, e tecer ilações sobre os aspectos incidentais mais relevantes, aproximando-se de uma discussão de natureza doutrinária de *lege ferenda*, voltada à exegese do direito positivo relacionado às conversões de dívidas em participação societária e à proposição de interpretações e conhecimentos práticos sobre o tema.

As fontes e procedimentos empregados para a pesquisa foram, eminentemente, fontes bibliográficas de natureza doutrinária – composta de artigos, livros, teses, dissertações e periódicos - domésticas e internacionais. Quanto ao domínio de conhecimento, seguindo a própria divisão bipartite desta monografia, as fontes navegam no mundo da administração de empresas/economia e do direito. Cabe enfatizar que as referências bibliográficas jurídicas são eminentemente nacionais – pelo fato de fazerem referência aos diplomas legais domésticos -, ao passo que as referências bibliográficas administrativas são, em sua maior parte, internacionais – pela escassez de literatura nacional sobre o tema do *swap* e pelo desenvolvimento já consolidado de registros acadêmicos sobre esta operação em países desenvolvidos.

Ademais, foram analisados diversos dispositivos e documentos do ordenamento jurídico brasileiro: leis ordinárias, decretos e instruções normativas provenientes de órgãos administrativos, incluindo interpretações jurisprudenciais sobre as normas em comento. O enfoque dado circunda a abertura destes dispositivos à promoção das medidas de conversão, levando em consideração os espaços e procedimentos para a implementação destas operações, além dos objetivos que estruturam a substância das normas correlatas.

Cabe elucidar que o estudo de um caso concreto, inserido no fenômeno da conversão de dívida em participação, foi descartado para os fins deste trabalho. Esta escolha se justificou pela impossibilidade de tratar todas as variáveis desejadas, exploradas ao longo dos diversos tópicos desta monografia, com fundamento em uma única investigação empírica.

1.5.1. Organização da Monografia

A presente monografia discorre sobre o tema da conversão de *debt* em *equity* em duas grandes vertentes, quais sejam, na ordem de aparecimento, a “lógica administrativa e aspectos gerais sobre o *swap* de dívida em participação” e o “contexto regulatório incidental às operações de *swap*”.

Em uma primeira abordagem, o tema proposto será analisado quanto ao seu aspecto de mercado, do ponto de vista financeiro e operacional. Para tanto, propôs-se a apreciação da estrutura geral do *swap*, de suas vantagens e incentivos, desvantagens e custos e, ainda, de meios alternativos que podem ser empregados em substituição à conversão.

Subsequentemente, o *swap* será examinado por meio do emprego das lentes jurídicas. Nesse ambiente, a monografia foi dividida em tópicos societários essenciais, não exaustivos, habitualmente relevantes e tangenciais à conversão, cada qual alusivo a um contexto jurídico específico.

Por fim, a monografia será encerrada com considerações finais sobre o tema, retomando os elementos basilares trabalhados ao longo da exposição e respondendo à formulação inicial do problema norteador da pesquisa.

2. LÓGICA ADMINISTRATIVA E ASPECTOS GERAIS SOBRE O SWAP DE DÍVIDA EM PARTICIPAÇÃO

Um das origens dos problemas que as conversões visam combater, relativas ao enfrentamento de dificuldades de adimplemento da obrigação de crédito pela empresa devedora, se materializa quando as empresas realizam empréstimos em massa para financiar sua atividade empresarial, não calculando da maneira devida o custo do capital de empréstimo e os prováveis retornos dos investimentos realizados com este capital, como no caso de expansão da estrutura de produção. Instaura-se, assim, cenário adequado para o *swap* de suas dívidas.

As medidas de conversão de débito em participações ocorrem, usualmente, quando propostas ordinárias de reorganização – extensão do termo da dívida, renegociação das taxas de juros, reestruturação das áreas vitais do próprio devedor, dentre outras – não se apresentam viáveis. Justifica-se tal assertiva pelo fato das medidas de *swap* serem, por natureza, mais extremas, voltadas a lidar com problemas distintos de uma simples falta de liquidez de curto prazo, como, por exemplo, evitar a liquidação imediata da companhia pela ação dos tribunais estatais.

Diante de um cenário antecedente apropriado para sua pactuação, o sucesso posterior do *swap* há de ser considerado como variável das seguintes condições:

The debt-equity swap program, like any financial restructuring instrument, is essentially neutral. In of itself, it neither promotes nor obstructs increased allocative efficiency. Rather, it is just an institutional mechanism – a sort of blank slate – that can be employed in virtually any manner. Whether progressive change actually occurs depends greatly on exactly how the mechanism is applied, and perhaps more important, what follow-on steps are taken after its implementation. (...) For the swap to be successful, therefore, it must be followed by one or more of the following measures with respect to the borrower: managerial change, restructuring of the firm's physical operations, merger, partial sell-off, or should all else fail, complete liquidation (STEINFELD, 2001).

Em outras palavras, *debt-equity swaps* garantem uma probabilidade de sucesso quando há uma efetiva mudança estrutural na empresa negociada – considerando que, caso fosse possível superar a crise por meios mais amenos e de baixo risco, a administração anterior

assim teria feito, não sendo necessário alterar a configuração do capital social da companhia. Para tanto, a mudança do controle de gestão, o foco na geração de resultado e reinvestimento na própria sociedade – evitando, nos primeiros momentos, a distribuição massiva de dividendos -, a reestruturação das operações da empresa – incluindo eventuais mudanças concernentes à força laboral ou à realocação de gastos, investindo em outras áreas que se mostrem frágeis, a exemplo do setor de *marketing* – e a fusão ou a alienação parcial dos ativos da companhia, são caminhos viáveis para dar concretude ao plano de conversão, de modo que a assunção de um papel meramente de auditor pela empresa portadora das participações alienadas não é, via de regra, suficiente para estabelecer um cenário de provável recuperação da sociedade negociada.

Em consonância ao exposto,

In most debt for equity swaps, the following criteria need to be met for the restructuring to be successful: (i) Strong core operating business(es), with good prospects, which will deliver the required returns. Or (ii) potential for capital appreciation, essentially to gain time and ensure disposals are not made in a depressed market, or from a position of weakness. And (iii) a strong management team to deliver the turnaround. (CHATTERJI, 2005)

Nesta égide, para compreender os principais custos e vantagens envolvidos neste processo, deve-se ter ciência das suas etapas elementares, quais sejam:

The key elements in any debt-to-equity swap may be categorised as follows: (i) agreeing the basis for, and ascertaining, the valuation of the debtor's group; (ii) assessing how much debt (and of what classes) must be converted to equity; (iii) agreeing the type and terms of equity or quasi-equity that should be issued to the converting creditors; (iv) quantifying the allocation of the final equity value between converting creditors, existing equity holders and any other relevant stakeholders; and (v) choosing a suitable mechanism that delivers the necessary debt-to-equity conversion in view of the respective rights of relevant stakeholders, tax considerations and the jurisdiction of the debtor (CLOWRY, 2013).³¹

³¹ É comum que, além destes tópicos, a estratégia de saída futura dos credores para a recuperação do valor equitizado seja, de antemão, devidamente discutida nas tratativas do negócio de *swap*, tendo sob consideração fatores diversos, como as características da companhia, seu setor de atuação, potenciais investidores e liquidez da operação.

Para melhor ilustrar os elementos que acabam sendo considerados nos negócios de *swap*, Subhrendu CHATTERJI (2005) bem exemplifica nos seguintes diagramas:

Figura 1: Avaliação dos *debt-equity swaps*

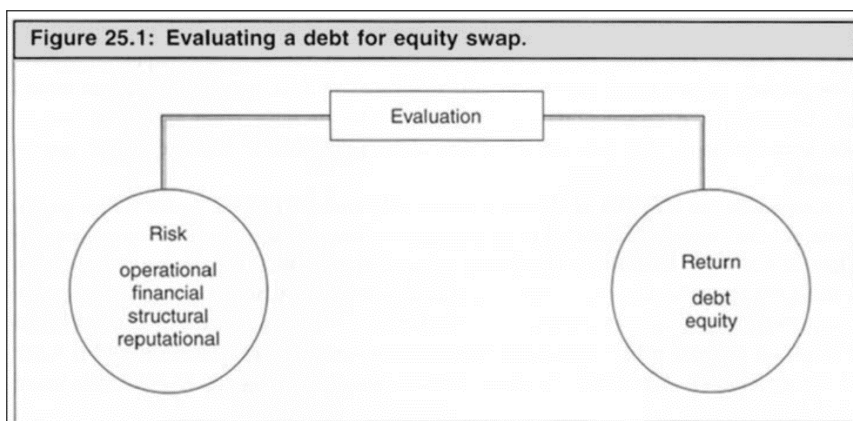
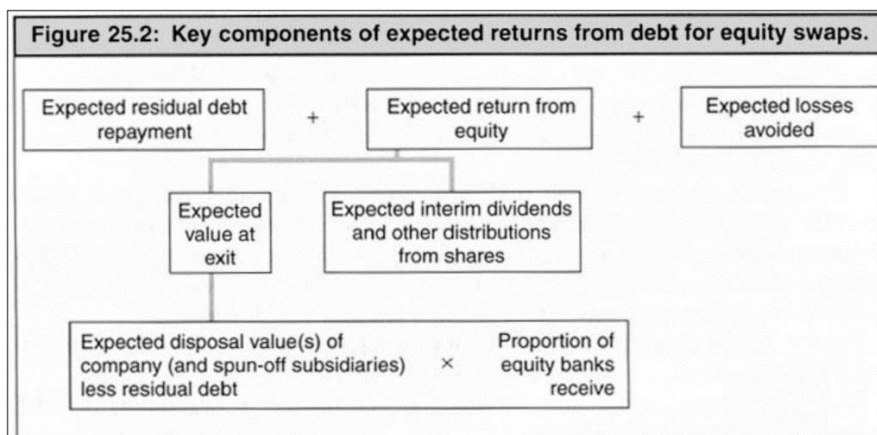


Figura 2: Componentes esperados de retorno nos *debt-equity swaps*



Fonte: Chatterji (2005)

Tendo sob consideração tais fatores, passemos a uma análise das vantagens mais significativas que circundam as conversões de dívidas.

2.1. Vantagens da Operação

Os negócios de *swap* são capazes de gerar valor substancial para os *stakeholders* envolvidos, estruturando relações tipicamente conhecidas como *win-win*.

Para as companhias em dificuldades, os *swaps* apresentam-se como uma válvula de escape da crise empresarial, possibilitando o retorno saudável a suas atividades, não tendo que sujeitar a empresa a procedimentos mais invasivos para lidar com suas dívidas, como é o caso da recuperação judicial. Assim, “*while the time and resources invested in a formal procedure-based debt-for-equity restructuring can be considerable, the resulting benefits can create a valuable business in the medium to longer term for the resultant equity holders*” (CLOWRY, 2013).

Especificamente para os antigos *shareholders*, apesar da aparente negatividade da diluição de suas participações, o sucesso do *swap* pode significar a possibilidade de manterem ações em uma companhia com retorno crescente de capital, permitindo, como consequência, o recebimento do valor investido na forma de, agora prováveis, dividendos.

Para os investidores, estas operações podem ter um grande potencial de retribuição financeira na hipótese de as companhias conseguirem se reestruturar, superando os fatores que a levaram à situação de dificuldade, e seu valor de mercado aumentar, sendo que o montante investido é capaz de, em certas circunstâncias, gerar retornos maiores do que a própria dívida original. O recebimento de remuneração através de dividendos pode, ainda, ser um atrativo adicional para a conversão de dívidas em participações, sobretudo no Brasil, onde a renda obtida por dividendos não é objeto de incidência de tributos - o que não é inteiramente verdade tratando-se de remuneração pelo pagamento da dívida imediata. Além do mais, a troca de dívida por participações pode gerar maior liquidez aos investimentos, garantindo uma maneira mais eficiente de saída dos investidores.

Além do mais, as clássicas teorias que justificam as operações de Fusões e Aquisições podem ser aqui adaptadas para compreender as razões que levariam um credor – especificamente se tratando de uma sociedade empresarial – a optar pela conversão de suas dívidas em *equity*. Cita-se, neste caso, o *swap* (i) para a busca de sinergia entre ambas as organizações, seja através da geração de economias de escala ou de escopo, seja por outros motivos administrativos, *v.g.*, aquisição de carteira de clientes ou acesso a patentes exclusivas; (ii) para evitar problemas de *hold-up*, derivados de negócios envolvendo investimentos em ativos específicos às transações entre as companhias; (iii) para adquirir poder de mercado ou *market share*, com potencial de geração de vantagem competitiva – a exemplo dos casos de *roll-up* - ou para superar barreiras à entrada ou à saída; (iv) para aumentar a diversificação do portfólio de negócios da companhia, notadamente buscando a redução do risco empresarial; e

(v) para aumentar as dimensões globais da companhia, tornando-se *too big to fail* (BESANKO *et al.*, 2012)³².

O próprio Estado, em seu turno, pode se beneficiar do sucesso destas operações. As companhias em dificuldades financeiras são mais propensas a inadimplirem suas obrigações tributárias, por falta de capital, sendo que, caso voltem a ter um retorno positivo em sua atividade empresarial, os tributos devidos têm maior potencial de serem devidamente pagos. Além disso, tendo a conversão atingido seu objetivo de reestruturação da empresa, o retorno do capital na forma de lucro é, igualmente, tributado pelo Estado – através do Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro presumido (CSLL) – gerando, pois, externalidades positivas à sociedade.

2.2. Desvantagens da Operação

À parte das citadas vantagens, os negócios de *swap* não são ausentes de potenciais desvantagens, gerando riscos de variadas naturezas aos seus pactuantes.

Nesse contexto, sob a perspectiva dos antigos *shareholders* das companhias devedoras, tais negócios, pela entrada de dívida sob a forma de novo capital social, são capazes de diluir e desvalorizar suas participações, colocando em xeque seu poder decisório na companhia. Pode haver, portanto, grande relutância interna em pactuar o *swap*.

A própria companhia, como entidade dependente dos sucessos deliberativos de seus sócios, pode sofrer com a diluição do poder de decisão, na hipótese de entrada de novos acionistas/quotistas e a sucessiva incapacidade de se conjugar os interesses para a tomada de decisões no melhor interesse da sociedade.

Ademais, a referida troca pode ser altamente arriscada para os credores³³, uma vez que, sujeitando-se a companhia a uma posterior sentença de falência, a recuperação dos valores

³² Para mais informações acerca dos motivos que impulsionam as companhias a firmarem negócios de fusões e aquisições, ver: CARNEY, William J. *Mergers and Acquisitions: The Essentials*. New York: Aspen Publishers, 2009.

³³ Aqui entendidos como um grupo universal, salvo expressa indicação em contrário. Assim, podem ser credores as sociedades empresariais – sejam elas bancárias ou não -, pessoas físicas externas à empresa, seus próprios funcionários, o governo, dentre outros potenciais *stakeholders*.

convertidos acaba, na maioria dos casos, prejudicada, tendo em vista que os sócios das companhias – por consequência da ordem legal de recebimento nos processos falimentares³⁴ - dificilmente recuperam seu crédito quando da liquidação da sociedade. Como se não bastasse, é comum os valores das participações das companhias caírem após estes negócios, seja porque o preço destes valores é negociado com um grande desconto, seja porque a companhia emitiu mais quotas/ações para possibilitar o acordado. Ainda, pode-se citar o arrastamento do regime de responsabilidade aos novos entrantes na companhia, essencialmente a solidariedade no que tange às obrigações de ordem trabalhista, por força do Art. 2º, §2º da CLT. Estas hipóteses, quando prováveis, levam os credores a preferirem o recebimento do valor devido em “*hard cash*”, ao invés de executarem as conversões.

Instituições Financeiras. Cabe enfatizar que uma das vantagens associadas ao sucesso das operações de *debt/equity swap* diz respeito ao acesso a novas linhas de crédito bancário pela mudança na razão de financiamento da empresa por dívida e capital social, podendo a companhia se valer de novos aportes para conduzir suas atividades³⁵. Contudo, é imprescindível ressaltar a existência de problemas decorrentes da disponibilização de crédito sem efetivas mudanças na governança da empresa. Caso este cenário se materialize, estar-se-ia diante de um panorama capaz de gerar grandes distorções e falhas no sistema bancário, uma vez que os bancos continuariam a alavancar negócios fadados ao insucesso no longo prazo.

Este problema é ainda mais provável de ocorrer em países em desenvolvimento, sujeitos a uma cultura de crédito ainda nascente e em evolução que, mesmo sendo apta a desenvolver um programa de análise apropriada de risco de crédito e de controle do portfólio, ainda é sujeita a problemas de cooptação e pessoalidade. Os bancos, assim, frente a esta

³⁴ Esta não é uma dificuldade exclusivamente brasileira, sendo, pois, partilhada por países como os EUA. Nesse sentido, “It should be noted however that if a lender is fully or partially secured on the assets of the borrower they will have little incentive to support the company by taking equity because this will involve a loss of priority on any subsequent liquidation of the company as shareholders rank behind creditors for recovering monies on a liquidation” (FOX; THOMPSON, 2009). A preferência de recebimento dos valores devidos no contexto do procedimento falimentar deve ser igualmente analisada à luz da chamada *doctrine of equitable subordination*. “Equitable subordination, as permitted under section 510(c)(1) of the Bankruptcy Code, provides the court the ability to reorganize creditor’s debt in the light of any inequitable conduct. The code gives courts the ability to subordinate the level of priority of a creditor’s claim in light of any inequitable conduct committed by that creditor. This remedy is applied in cases where the creditor has acted in an inequitable manner, causing injury or creating unjust positions for other creditors. This remedy is remedial, not punitive, and limited only to the extent necessary to remedy the damage caused by the wrongdoing creditor” (CASPARIE, 2015).

³⁵ Interessante abordar a hipótese na qual, no momento precedente ao fechamento da operação, as partes pactuem que o *closing* do *swap* estará condicionado à aquisição de financiamento bancário pela empresa devedora. Esta prática, muito comum nos negócios de *private equity*, pode ser de interesse dos credores, já que a sociedade devedora, possivelmente carente de linhas de crédito antes da troca, para se reestruturar integralmente, necessitará, em condições normais, de novo financiamento futuro. O sucesso da operação, portanto, dependerá do acesso ao crédito após o *swap*. Justifica-se, assim, a elevação deste fator à condição resolutiva do negócio.

configuração, tendem a manter suas relações de financiamento com as empresas que realizaram as conversões de débito, outrora clientes, propagando uma questionável, do ponto de vista da eficiência econômica, alocação de recursos. Tal situação é ainda agravada pela condição censurável das empresas em países em desenvolvimento de insuficiente transparência financeira que permitiria uma melhor análise de crédito pelo sistema bancário.

Nesse contexto, verifica-se que determinadas condições afeiçoam uma espécie de seleção adversa e risco moral por parte dos beneficiados pelos créditos. Assim, ao invés de fornecerem o crédito a empresas melhor estruturadas, os bancos, pela ausência de informações plenas, ao optarem por companhias devedoras incapazes de se manterem eficientemente no mercado, selecionam, incorretamente e de forma desigual, seus devedores. Ademais, tendo este resultado sido gerado, as beneficiadas terão incentivos em manter um sistema de baixa transparência e insuficiência informacional, com vistas a receberem os créditos.

A regulação estatal, neste âmbito, mostra-se uma alternativa plausível para mitigar as deficiências *supra* apontadas.

Não é irrelevante, ainda, a possibilidade de conflitos de interesse dentro das próprias instituições financeiras, quando assumem posições simultâneas de credoras e acionistas das companhias financiadas. Nestes casos, pode-se enfrentar problemas de pressão para a disponibilização de linhas de créditos para as empresas que, se em um cenário de normalidade, desconsiderando a participação societária dos bancos, não as receberiam, dificultando ainda mais o sucesso a longo prazo do *swap*.

As desvantagens expostas, meramente exemplificativas, elucidam que o *swap*, apesar de potencialmente benéfico, é, como qualquer operação de mercado, eivado de incertezas e latentes prejuízos.

2.2.1. Principais custos envolvidos

Não bastassem as dificuldades para a implementação das novas medidas necessárias ao sucesso da operação de *swap*, há custos próprios à pactuação do negócio de conversão. Há, pois, diversas dificuldades envolvidas no perfazimento de uma operação de *swap*. Essencialmente, pode-se elencar como relevantes os custos de coordenação dos vários

stakeholders – imprescindíveis para a renegociação de dívidas na trabalhada modalidade – a pressão do tempo, notadamente quando a companhia busca se valer deste instrumento por facear uma eminente crise econômico-financeira³⁶, e a preocupação com eventuais custos sistêmicos de repactuação dos contratos de débito³⁷.

Pode-se citar, não exaustivamente, em vias de melhor esclarecimento da matéria, os seguintes custos³⁸:

- (i) O custo de oportunidade (MANKIWI, 2001) dos credores que optaram por realizar o *swap*, abrindo mão de outras vias de recuperação do crédito – a exemplo do processo liquidatório, cujo saldo final há de ser conjugado com a perda da oportunidade de recebimento de remuneração adicional na forma juros sobre o capital devido. Essas vias, no entanto, em si próprias, ensejam igualmente diversas espécies de custo para a devida promoção, como o valor de peticionamento da ação de liquidação no judiciário.

O custo de oportunidade também pode se manifestar na impossibilidade de desfazimento posterior da participação nas sociedades devedoras. Após realizarem a conversão, os credores, diante de uma companhia que permanecera com dificuldades substanciais de se reerguer, podem ter os interesses em se desfazer de suas participações. No entanto, por haver uma dificuldade considerável em gerar liquidez às quotas, ou até mesmo às ações ofertadas publicamente³⁹, de companhias em dificuldade financeira, o custo de oportunidade associado à adoção de meios alternativos ao *swap* será gradativamente potencializado.

Como uma forma de amenizar o risco de iliquidez da participação dos credores que converteram seus créditos, pode-se pensar na criação de um mercado secundário de

³⁶ Karl Clowry bem aponta os obstáculos que se apresentam para o conselho de diretores da companhia em crise: “The unenviable reality for directors in such a position is that the longer the process is forestalled, the fewer options are available for the debtor and the less control they may personally have in the outcome of the process.”

³⁷ Conforme orientação do Fundo Monetário Internacional, expressa no documento “*The Economics of Bank Restructuring: Understanding the Options*”, publicado em agosto de 2012.

³⁸ A identificação dos custos, e sua posterior enumeração, não é exaustiva, sendo resultado da simples análise agregada da literatura relevante sobre o tema. O que se pretendeu foi, apenas, tornar mais evidente a interpretação desse aspecto no contexto dos *swaps*.

³⁹ Considerando o caso de uma companhia que, mesmo enfrentando a referida situação, ainda cumpra com as regras de listagem da bolsa – em quaisquer dos seus variados níveis de mercado – e com as imperativas disposições legislativas, administrativas ou não, incidentes sobre o mercado de capitais, de modo que suas ações permaneçam livres à negociação.

valores mobiliários de empresas em relevante dificuldade financeira, ou seja, de um ambiente distinto do local comum onde são negociados os papéis de companhias cuja saúde financeira, no seu aspecto negativo, não é objetivamente contabilizada como requisito de entrada ou permanência. Desta forma, ao estabelecer um *locus* específico, os participantes podem criar métricas e exigir retornos compatíveis com os objetos negociados, de forma a tornar mais eficiente, e líquida, a movimentação dos créditos dos antigos credores e dos demais potenciais participantes do idealizado mercado⁴⁰;

- (ii) Os altos custos de transação (COASE, 1937) relacionados às próprias tratativas da operação, que envolvem a negociação, entre diferentes atores – tipicamente os credores, *shareholders* e a administração da companhia - de variadas disposições e termos contratuais. Tais custos são especialmente elevados quando a companhia, por fatores diversos, sujeita-se a uma forte regulação estatal, como é o caso das sociedades anônimas de capital aberto listadas na bolsa de valores mobiliários. Neste aspecto, pela dificuldade em atingirem um acordo mutuamente benéfico, as instituições financeiras, em especial, cientes dos problemas de relacionamento que podem derivar destes momentos, podem preferir sustentar suas relações de longo prazo credor-devedor, evitando a complexidade de negociar o *swap* com seus clientes. Vale notar, ainda, que, quando em conjunto, esta espécie de credores pode dificultar ainda mais a transação. Nesse sentido,

The situation is further complicated if a company has several bank lenders with competing interests. The consent of all the banks will be necessary in order to effect a debt to equity swap in such circumstances and the process of achieving consensus between the banks on the terms of the swap is not an easy one.

(FOX; THOMPSON, 2009)

Ademais, a negociação pode assumir um caráter ainda mais peculiar quando os credores da companhia tiverem um alto poder de barganha, decorrente da possibilidade de encerramento ou liquidação da sociedade caso o acordo não seja pactuado. Como consequência, o resultado final esperado das negociações depende,

⁴⁰ Está-se, aqui, arquitetando uma opção que, potencialmente, requererá a flexibilização ou a adoção de novas regras de mercado para que possa ser solidamente estabelecida. No entanto, o objetivo de catalisação da redução dos custos é o impulso que deve ser tomado como parâmetro na presente discussão.

em geral, do poder de cada parte envolvida, não havendo uma fórmula universal para o negócio de *swap*.

Minimizar os custos ligados à negociação entre os credores pode ser alcançado pela organização das partes em grupos de interesse. Em outras palavras:

Creditors can also consider organizing themselves more formally to improve recovery rates. (...) There are a number of actions that groups of sophisticated investors should— but often don't - take to unify negotiations. (...) Among those are: hiring wellknown advisors to uniformly represent the whole group of creditors and creating a detailed intercreditor agreement that sets out parameters including terms, haircuts, and other specifics, such as how expenses will be shared. This type of organized effort would not only increase the chances of negotiating a reasonable recovery plan, but also create an environment of stability and visibility. (DELOITTE, 2017)

O custo de transação também é abundantemente presente após o negócio de conversão. Tendo em mente que os credores, na maioria dos casos, deverão manter uma gestão ativa do novo negócio, com o objetivo de reestruturá-lo e, posteriormente, recuperar o crédito convertido, haverá o dispêndio de quantidades significativas de tempo, capital e outros recursos – aqui agrupados na categoria de custos de transação. Não seria surpreendente, portanto, que a transação não ocorresse justamente pelo comportamento futuro esperado, e indispensável, dos credores da companhia.

Nestas condições, como forma de minimizar o custo de transação futuro, dentre outros instrumentos figurados, arrisca-se a sugestão da transferência dos valores mobiliários aos chamados *corporate recovery funds*, ou fundos especializados para lidar com as participações de empresas devedoras da espécie. Para o seu funcionamento, simultaneamente, tais fundos teriam seu capital social negociado publicamente e atuariam como agentes especializados na reestruturação de empresas em dificuldade. Assim sendo, a transferência do valor a esses agentes seria um meio viável de contornar os custos de transação após o *swap*;

- (iii) O custo de manutenção de uma companhia ineficiente no mercado. Além desta ser uma discussão presente nos círculos doutrinários do procedimento falimentar, o *swap*, se empregado de forma equivocada e sem embasamentos sólidos, pode servir, simplesmente, para conservar empresas ineficientes no mercado, de tal maneira que,

se não fosse aplicado, estas entidades seriam eliminadas do jogo competitivo. Estar-se-ia, pois, postergando o inevitável e, com isso, criando externalidades sociais negativas cada vez maiores. Como colocado por CHATTERJI (2005), “*debt for equity swaps (...) have to make sense in their own right*”;

O que se observa, portanto, é a existência de uma variada e complexa rede de consequências e motivações associadas à realização de políticas de *debt/equity swap*.

2.3. Turnaround e emprego de meios alternativos de reestruturação

Como afirmado, o *swap* não deve ser compreendido como o emplasto para todos os males enfrentados pelas companhias. Seja pelas suas dificuldades legais de materialização, suas consequências societárias ou simplesmente pela peculiaridade do contexto negocial, que não justifica uma operação desta espécie – a exemplo da situação na qual os credores da companhia não possuem qualquer interesse em adquirir participações na sua devedora, por não acreditarem no potencial de retorno futuro, ou quando as características da companhia tornam o negócio frágil, como nos casos em que as sociedades não são intensivas em capital e dependem, pois, da atuação cooperativa de seus prestadores de serviço -, outros instrumentos de reestruturação podem ser considerados para serem empregados. Neste tópico, explorar-se-á alguns meios alternativos típicos de gestão de companhias em dificuldades, abordando eventuais dificuldades e vantagens dos métodos citados.

Um dos meios alternativos é a renegociação do termo da dívida (*rescheduling*), muitas vezes seguida de um refinanciamento. O que se sucede, nestes casos, em essência, é a pactuação de um período prolongado para o pagamento do montante e de novas taxas de juros, além de eventuais novos empréstimos para cobrir os já vencidos.

Geralmente realizada com instituições financeiras, a renegociação - seja ela preventiva ou não – pode se apresentar como um caminho mais simples e rápido, comparativamente ao *swap*, de modificação do *debt* empresarial, especialmente para pequenas e médias empresas. Tanto é assim que os próprios bancos, cientes da necessidade e efetividade

deste método, institucionalizaram canais internos para a realização da renegociação, a exemplo do “BB Solução de Dívidas”, do Banco do Brasil⁴¹.

No entanto, a mera dilação da dívida não é um instrumento de alta eficácia se não seguido do repensar das atividades da companhia – que não o é, necessariamente, incentivado pelo referido mecanismo. O que se estaria fazendo, em essência, é o retardamento da fatal inadimplência futura.

A renegociação pode ser seguida pela mudança da natureza da dívida da companhia. Visando amenizar as taxas de juros incidentes ou postergar o vencimento das dívidas, os lastros garantidores do montante podem ser alterados. Assim, a penhora, hipoteca, anticrese ou alienação fiduciária – dentre outras formas legais de garantia - podem ser aplicadas para garantir o crédito dos credores e fornecer à empresa um poder de barganha negocial, sucedido de prováveis amenizações de suas responsabilidades como devedora. No direito americano, falar-se-ia na transformação de um *non-recourse loan* em um *recourse loan* ou, ainda, de um *subordinated debt* em um *unsubordinated debt*. Os principais riscos, neste caso, são de conflito de interesses com outros credores da companhia e de perda imediata do ativo de lastro pelo exercício da garantia – o que pode dificultar, ou impossibilitar, a reestruturação posterior da empresa devedora.

O financiamento genérico da atividade empresarial por meios não explorados é, igualmente, querido em um contexto de dificuldade financeira. Pode-se citar, por exemplo, a técnica de venda dos ativos da companhia e subsequente *leasing* com a sociedade compradora – conhecida como *sale and leaseback*, ou o financiamento via *venture capital*, a depender das características da sociedade devedora (WHITNEY, 1999). Apesar de aliviar a situação de endividamento, o *sale and leaseback* pode colocar em risco a companhia pelo desfazimento de ativos estratégicos, ao passo que o “capital de risco” pode não ser apropriado para uma companhia em estágio já avançado de operação.

Reestruturar pelo emprego de técnicas financeiras abrangentes, não voltadas ao universo imediato de dívida, é igualmente possível e desejável. Nesse contexto, a antecipação de recebíveis se apresenta como um meio eficiente para lidar com crises financeiras de curto e

⁴¹ BANCO DO BRASIL. Solução de dívidas atrasadas. Disponível em: <[http://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/voce/produtos-e-servicos/solucao-de-dividas/renegociacao-de-dividas-atrasadas#/>. Acesso em: 25 de outubro de 2017.](http://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/voce/produtos-e-servicos/solucao-de-dividas/renegociacao-de-dividas-atrasadas#/)

médio prazo. A companhia, tornando presente as expectativas futuras de ganho, será capaz de lidar com as obrigações momentâneas de capital. Para tanto, são comumente utilizados os chamados *factoring* e desconto bancário⁴². A perda de oportunidade de capital, representada pela usualmente alta taxa de juros cobrada para contrabalançar a antecipação dos recebíveis, pode ser significativa, e não atraente, para a detentora dos direitos de crédito.

A gestão da crise não se limita, simplesmente, à utilização de instrumentos de natureza financeira. Técnicas de estratégia empresarial devem ser utilizadas em comunhão aos métodos citados, visando maximizar os esforços para se atingir os objetivos de reestruturação da sociedade. Trata-se do campo da economia da estratégia, ou *business strategy*, que engloba atividades como diferenciação e modificação dos produtos do portfólio da empresa, *downsizing*, entrada ou saída de mercados consumidores, crescimento orgânico e inorgânico, dentre outras estratégias, cada qual com impactos, riscos e vantagens variadas.

Contudo, insta esclarecer que o estudo detalhado das opções levantadas foge do escopo deste trabalho. O objetivo, apenas, é expor a diversidade de métodos que podem ser utilizados em substituição – ou até mesmo complementarmente – ao *swap* para superar a situação de dificuldade.

Analisada a lógica administrativa destas operações, imprescindível passar para a verificação do contexto regulatório dos procedimentos de conversão, evitando-se a promoção e manutenção de uma concepção turva, imprecisa e nebulosa do instrumento ora analisado.

⁴² Pode-se, ainda, empregar meios operacionais de gestão dos recebíveis, como a modificação da razão entre o tempo de entrega do produto/serviço e o recebimento do pagamento devido (*accounts receivable turnover ratio*).

3. CONTEXTO REGULATÓRIO INCIDENTAL ÀS OPERAÇÕES DE SWAP

O direito, como um instrumento de organização da sociedade, responde às mudanças do plano social, adaptando-se a novas realidades e modificando-se conforme a canção orquestrada pelas mutantes fases da existência humana. Refletir as constantes, e cada vez mais rápidas, evoluções no mundo dos negócios é papel fundamental da ciência jurídica, sob pena de viver em um período de ostracismo e esquecimento.

Deve-se ter em mente, frente à necessidade de verificação do contexto regulatório nacional corresponde às operações de *swap*, que a amplitude de efeitos destes negócios em diversas áreas do direito - como tributário⁴³, societário, penal e bancário - e a crescente atualização das normas jurídicas podem comprometer a precisão e a exatidão deste estudo. Contudo, apesar desta dificuldade natural, uma tentativa de compreensão das normas mais relevantes para o caso será desempenhada, atendo-se para a eventual lacuna compreensiva que poderá ser enfeitada.

Considerando que o *swap*, na espécie estudada, é um contrato performado, tipicamente, no contexto empresarial, as normas de cunho societário, sendo elas, sumariamente, a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) e o Código Civil Brasileiro (Lei nº 10.406/2002), são de extrema importância para o caso. Ademais, sendo um negócio jurídico privado⁴⁴, há uma natural flexibilidade quanto aos termos acordados. É importante ter em mente, assim, a todo momento, que o *swap* pode ser moldado de diferentes maneiras - cada qual ensejadora de consequências variadas - a depender do contexto negocial específico, inexistindo, pois, um *blueprint* nesta matéria.

⁴³ Especificamente sobre as normas dessa disciplina, apesar de não serem aqui tangenciadas - à razão da sua particularidade intrínseca - é compreensível que, nos negócios de conversão, algumas das questões que usualmente deverão ser abordadas dizem respeito à possibilidade de diferimento do tributo e sua forma geral de pagamento futuro, à classificação jurídica da operação e ao valor do crédito tributário devido (SHERMAN, 1998).

⁴⁴ O negócio de *swap*, do ponto de vista de sua natureza jurídica, deve ser entendido como uma espécie de novação objetiva, regulada pelos Arts. 360 e seguintes do Código Civil. Trata-se, assim, da criação de uma nova obrigação para substituir uma anterior - substancialmente diferente - agora extinta, por meio do consentimento - ou *animus novandi* - dos sujeitos envolvidos. Melhor esclarecendo, a novação, seguindo a definição de Soriano Neto, "é a extinção de uma obrigação porque outra a substitui, devendo-se distinguir a posterior da anterior pela mudança das pessoas (devedor ou credor) [novação subjetiva] ou da substância [novação objetiva], isto é, do conteúdo, ou da causa *debendi*". Adicionalmente, para que ocorra a novação, é necessária a "(a) a existência de uma obrigação anterior; (b) constituição de uma nova obrigação; (c) capacidade das partes; e (d) intenção de novar [*animus novandi*], representada pelo consentimento das partes". (RÉGIS, 2004)

Passar-se-á, neste ponto, a uma exposição segmentada do conteúdo legal referente ao *swap*, de maneira a melhor categorizar os elementos envolvidos nesta operação.

3.1. Contribuição por Crédito e avaliação da Conversão

Especificamente sobre os dispositivos regulatórios do direito brasileiro, há previsão na Lei das Sociedades por Ações que suporta a conversão de débito em participações. De acordo com o Art. 7º da lei, “o capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro”. Em comento a este dispositivo:

As contribuições para o capital podem, ainda, ser constituídas por créditos (...). Evidentemente, na constituição da sociedade, serão apenas créditos de terceiros; no aumento de capital, de terceiros ou de sócios. Os créditos a serem utilizados na formação e integralização do capital devem ser atuais, ou seja, devem efetivamente existir no momento de sua incorporação ao capital. (EIZIRIK, 2011).

Nesse sentido, não há impedimento para que a integralização do capital, pelos novos *shareholders*, se dê por meio do abatimento do passivo da empresa devedora⁴⁵. Tanto é assim que o aumento do capital social (Art. 166, incs.) por capitalização de crédito é espécie ensejadora do direito de preferência de subscrição dos antigos acionistas (Art. 171, §2º), conforme será abordado posteriormente com maiores detalhes.

Em outras palavras, traduzindo a ideia *supra*,

Although no new capital is introduced by a debt-equity-swap – this is not a requirement in any case – the company gains financial flexibility since deletion of the receivables (following its conversion into equity) is reflected in

⁴⁵ A lógica exposta pode ser aplicada a variadas espécies de dívidas, sejam elas, v.g., um empréstimo ordinário, vencido ou não, ou contratos de dívida de longo prazo – cuja maturação antecipada pode ser requerida para a performance do *swap*. Em cada um desses casos, deve-se tratar com parcimônia as diferentes naturezas dos instrumentos de dívida envolvidos.

the balance sheet as a de facto cash inflow (RODERBURG; SCHMITT, 2011)⁴⁶.

Montante de Dívida. Questiona-se, no entanto, a respeito de qual o valor da dívida que deve ser considerado para a emissão das participações, se o valor de mercado (*debt at market*) ou o valor contábil, registrado nos livros da companhia (*debt at book*). Caso a companhia decida pela primeira opção, ela terá que persuadir os seus credores a acordarem em perdoar a diferença entre o valor contábil do débito e seu valor de mercado – com vistas a manter as contas da companhia em equilíbrio - hipótese que, por si só, já é de considerável dificuldade. Ademais, se o valor da diferença entre os valores for substancial, os credores enfrentarão o risco da interposição de uma ação coletiva por parte de seus *shareholders* – que se sentiram lesados pelo montante acordado. Como se não bastasse, a aferição do valor de mercado depende da análise de um especialista, consumindo, pois, tempo e capital das partes.

Diante destas dificuldades, as companhias devedoras podem preferir a opção de avaliarem o débito pelo seu valor constante nos livros. É de se enfatizar que tal decisão corrobora com os princípios da contabilidade empresarial, seguindo a lógica da adequação de capital. Não haverá, portanto, diferença não lastreada nas contas contábeis da empresa, de modo que os interesses de outros credores e dos *shareholders* da empresa devedora não serão lesados. Além disto, este método de avaliação é comparativamente muito mais rápido e menos dispendioso para as partes (SEKI, 2002)⁴⁷.

Deve-se expor a possibilidade de ocorrência de eventuais adversidades derivadas da dinâmica até então explorada. Caso haja falhas de avaliação do crédito devido pela empresa – notadamente um *over-valuation* do passivo – o novo *shareholder* enfrenta o risco de ter que compensar a sociedade pela diferença entre o valor real e o valor suposto dos créditos, no contexto de integralização do capital, sob risco de entrar em mora, sujeitando-se às medidas previstas nos arts. 106 e seguintes da Lei das SAs. Assim,

⁴⁶ Há, no entanto, a possibilidade de os credores comprarem suas participações com capital efetivo, levantado unicamente para tal fim. Contudo, esta hipótese, por certas dificuldades, não é frequentemente utilizada, já que os credores teriam que suportar um custo significativo, relacionado ao tempo de espera até que seu capital fosse reposto após a entrada na companhia.

⁴⁷ Todavia, como bem lembra o autor, “although valuing debt at book value has numerous practical advantages, it does not ensure that the cost of restructuring the capital of a heavily indebted company is spread evenly. If one believes that this is important, then an objective reassessment of the value of a business is a vital piece of information, and any attempt to carry out a debt-equity swap without it risks clouding the judgment of shareholders and third parties”

Além dos juros, da correção monetária e da multa que o estatuto eventualmente determinar, o acionista remisso – isto é, aquele que ficou em mora com a obrigação de realizar o capital - estará, também, sujeito a ter suspenso o exercício dos direitos da ação enquanto não pagar as prestações devidas, à ação de execução ou à venda de suas ações em Bolsa de Valores (Artigo 107), bem como ao pagamento das despesas que a companhia vier a incorrer para a satisfação do seu crédito (EIZIRIK, 2011).

Proporção de conversão. Pode-se propor, ainda, uma medida alternativa que procura atingir o ponto ótimo da quantidade de ações emitidas no procedimento de conversão, considerando o interesse de manutenção de participação dos *shareholders* da companhia e o interesse de controle por parte do credor da sociedade. Para tanto, “*to meet these requirements, we can determine the number of shares to be allotted as a quotient of the appraised amount (actual value) of the debt used for the Debt Equity Swap divided by the actual value per share.*” (FLB, 2004).

A divisão estrita da dívida total convertida pelo valor de cada ação para se chegar ao número total de ações a serem emitidas pode ser complementada pela possibilidade de adoção de uma razão de conversão para os valores de dívida em capital social⁴⁸. Ou seja, as partes podem acordar em converter uma unidade de dívida em uma unidade correspondente de *equity* (1:1), ou determinar qualquer outra proporção entre os valores (v.g., 1:2), a depender do caso em questão, sendo esta uma das decisões mais impactantes do *swap*⁴⁹.

No lado dos credores, um dos fatores a serem considerados é a espécie de dívida possuída, se assegurada ou não por alguma garantia do devedor. É comum, neste caso, que os valores não assegurados tenham um maior peso de conversão do que os valores que o são, refletindo o risco potencial de cada montante. Ademais, o futuro valor de mercado das ações da companhia – se listada – e a sua liquidez adjacente, dependente do interesse de terceiros em

⁴⁸ Não se deve confundir a proporção da conversão, ou *ratio*, com o montante total de dívida disponível para a conversão. Apesar do impacto último de ambas as matérias ser o valor de *equity* que os credores receberão e a distribuição final do capital social da companhia, os meios envolvidos para tanto são distintos. No primeiro caso, está-se tratando do peso relativo de uma unidade de dívida, enquanto no segundo caso a discussão concerne à quantidade total de unidades de dívida.

⁴⁹ Para fins de ilustração, esta decisão em muito se assemelha aos casos em que sociedades anônimas almejam converter ações de uma espécie em outra, e procuram, para tanto, um fator comum de conversão. Em certa situação, por exemplo, pode-se estabelecer que as ações preferenciais de uma companhia, a serem convertidas em ordinárias, correspondem, cada qual, a 0.94 das últimas.

adquirir as participações e estratégica para a saída dos ora credores, são, igualmente, elementos relevantes abarcados pela determinação do fator de conversão.

Outra hipótese que enseja um fator de conversão distinto é a procura de preservação do valor monetário da dívida quando diante de uma taxa volátil de câmbio, sendo o montante expresso em moeda estrangeira. Assim, a proporção, ou o próprio preço da ação, como instrumentos de ajuste, pode ser utilizada para fixar uma paridade entre os credores que possuem créditos em moedas diferentes.

Preço de Emissão. Independentemente da avaliação do valor do crédito e da proporção de conversão, o preço de emissão das ações sofre algumas restrições legais específicas, cuja consideração é imprescindível para a modelagem da operação.

Sendo o caso de participações com valor nominal⁵⁰, conforme redação do Art. 13 da lei societária, “*é vedada a emissão de ações por preço inferior ao seu valor nominal*”, sob pena de responsabilização dos infratores e nulidade do ato⁵¹.

Em hipótese contrária, o Art. 14 impõe que “*o preço de emissão das ações sem valor nominal será fixado, na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembleia-geral ou pelo conselho de administração*”, não havendo, pois, restrição prévia vinculante. Consequentemente, a flexibilidade garantida pela “ausência de valor nominal permite que o preço de emissão das ações seja fixado de acordo com a realidade do mercado, o que facilita o aumento de capital social, quando necessários aos interesses da companhia” (EIZIRIK, 2011).

Independentemente de a espécie a ser emitida conter ou não valor nominal, de acordo com o Art. 170, § 1º:

O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas⁵², ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

⁵⁰ Tratando-se de ações com valor de face, ou com *par-value*, conforme estatuído pelo Financial Law Board (FLB) do Japão, “the issue price of the newly issued shares is interpreted as the nominal amount of the monetary claim (debt) invested for such issuance”.

⁵¹ Sendo que o valor nominal é “fixado pelo estatuto, quando a sociedade tem ações com valor nominal e deve ser igual para todas as ações da companhia. O preço de emissão é estabelecido por ocasião da emissão das ações, na constituição da sociedade ou em eventuais aumentos de capital”. Adicionalmente, a vedação legal cumpre com o objetivo de “preservar a integridade do capital social, tendo em vista ser ele a garantia mínima dos credores” (EIZIRIK, 2011)

⁵² Conforme será melhor explorado nos tópicos que seguem, “não tendo o aumento de capital por fim o interesse da companhia, mas visando apenas a promover a diluição da participação dos minoritários, seja sob a perspectiva patrimonial, seja no exercício de seus direitos, caracteriza-se o abuso do poder de controle. Porém, não se presume

- I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;
- II - o valor do patrimônio líquido da ação;
- III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

Nesse sentido, há critérios objetivos, mandatórios, que devem ser observados quando no momento de precificação das ações, conjuntamente à avaliação do total do crédito correspondente e à quantidade de ações emitidas⁵³.

3.2. Alteração de Capital Social

Independentemente do método escolhido de avaliação, no mais das vezes, antes de procederem à emissão de *equity*, as companhias optam por reduzir seu capital social, gerando incentivos de entrada para os novos investidores, uma vez que, ao diminuírem o número de participações possuído pelos antigos *shareholders*, se torna mais fácil adquirir, subsequentemente, o controle da companhia – prerrogativa para o sucesso da operação de *swap* – já que o valor dos créditos, nesta ocasião, enseja, proporcionalmente, maior direito de participação.

As partes interessadas no *swap* devem, considerando o impacto do percentual relativo de controle a ser adquirido pela parte entrante, bem-disporem acerca deste tema. A negociação deste tópico é fundamental, porquanto gera consequências críticas à estrutura decisória futura da companhia, uma vez que, independentemente do valor final do débito considerado, a redução do capital social pode fazer com que, *v.g.*, o credor receba 20% ou 51%

o comportamento abusivo do controlador, cabendo ao acionista insatisfeito com o aumento provar que a diluição que sofreu não foi justificada. Provada a diluição injustificada, cabe a responsabilização dos acionistas controladores e administradores pelos danos causados aos minoritários" (EIZIRIK, 2011).

⁵³ As partes devem ter em mente que a precificação dos valores mobiliários deve levar em consideração, ainda, a alocação de riscos de três espécies distintas, comumente presentes nos casos de aquisição de participação societária, quais sejam: "(i) risco mercadológico — o anúncio da operação pode gerar uma variação considerável no preço dos valores mobiliários emitidos pelas companhias envolvidas (...); (ii) risco pré-transação — (...) Uma proposta melhor de terceiro, a ocorrência de um evento material adverso, dentre outros acontecimentos que podem implicar o não fechamento do negócio ou a alteração do preço merecem atenção especial dos assessores das partes; (iii) risco pós-transação — o risco dos vendedores [empresa devedora], nessa fase, refere-se ao recebimento de parcelas do preço com vencimento futuro, enquanto os compradores [credores] têm a preocupação de ser indenizados pelas perdas decorrentes de fatos ocorridos antes da transação e que sejam de responsabilidade dos vendedores." (BOTREL, 2014).

das participações totais, sendo que em cada contexto há poderes e responsabilidades - contábeis, tributárias, societárias, *et. al.*⁵⁴ - distintos conexos, os chamados *shareholding thresholds*.

Faz-se mister, nesta dinâmica, observar a redação do Art. 173 da Lei das S.A., segundo o qual “a assembléia-geral poderá deliberar a redução do capital social se houver perda, até o montante dos prejuízos acumulados, ou se julgá-lo excessivo”. A redução, portanto, pode ser de duas espécies: (i) contábil, ou nominal, utilizada como medida de saneamento financeiro, buscando-se "adequar o valor do capital ao do patrimônio, compatibilizando-o com a realidade econômico-financeira da sociedade"; ou (ii) real, "quando o capital é considerado excessivo para o desenvolvimento das atividades da companhia, mediante o qual se devolve aos acionistas parte do valor de suas ações (EIZIRIK, 2011).

Neste ínterim, se a assembleia decidir pela redução real, não nominal, do capital social – reduzindo, proporcionalmente, o valor das participações dos seus sócios - deve-se ter em mente as possíveis oposições de credores quirografários da companhia, em resguardo aos direitos de garantia de terceiros sobre o patrimônio social da companhia, conforme regulado pelo Art. 174 do mesmo diploma e 1.084 do Código Civil⁵⁵.

Direito de Retirada. Imprescindível considerar, ainda, que a redução, ou aumento, do capital social, na espécie debatida, não é matéria que garante, à primeira vista, ao acionista dissidente, frente à decisão da Assembleia-Geral⁵⁶, reembolso pelo valor de suas ações (Art. 45), não se estando diante de hipótese abarcada pelos Artigos 136, e incisos, e 137 da lei societária.

O chamado direito de retirada - também conhecido como direito de recesso, *appraisal right*, *right to dissent* ou *withdrawal right* -, direito político potestativo de resguardo do acionista face a mudanças estruturais da companhia promovidas pela deliberação da maioria

⁵⁴ Pode-se citar os deveres de reportar, do ponto de vista tributário e contábil, ganhos ou perdas de capital e, da perspectiva societária, movimentos de fusões, aquisições ou simples “conexões” entre sociedades.

⁵⁵ Quanto ao aumento do capital social, via de regra nas fases finais de concretização do *debt/equity swap*, a matéria, regulada pelo Art. 166 da LSA, é permitida em diversas hipóteses de deliberação da Assembleia Geral, mediante aporte, ou não, de novos recursos na companhia. Tratar-se-á com mais detalhes do instituto na seção referente ao direito de preferência em cenário de subscrição de novas ações e na situação de aumento por capital autorizado, sem reforma do Estatuto Social.

⁵⁶ Cabe expor que o recesso pode decorrer "de um fato e não necessariamente de uma deliberação assemblear, estando ou não previsto na Lei das S.A., como ocorre, por exemplo, nas hipóteses de: (i) prorrogação tácita do prazo de duração da sociedade; (...) (ii) não abertura de capital de companhia aberta envolvida em processo de fusão, incorporação ou cisão (Artigo 223, §4º) (...); (iii) alteração essencial, de fato, do objeto social; (iv) aquisição por desapropriação, pela pessoa jurídica de direito público, do controle de companhia em funcionamento" (EIZIRIK, 2011).

dos sócios, é restrito a matérias taxativas previamente delimitadas pela lei das S.A.⁵⁷ – em muito pelo desejo do legislador ordinário em evitar hipóteses de descapitalização massiva da sociedade e resguardar o princípio da irrevogabilidade do capital social (NASCIMENTO, 2015).

Por não acender tais riscos - devido à entrada imediata de novo capital convertido - e, conseqüentemente, por não haver previsão expressa que permita a subsunção dos casos legais à operação, a retirada não é um direito garantido aos acionistas dissidentes da simples decisão de redução do capital social para a performance do *swap*.

No entanto, tratando-se da decisão de conversão de dívida em participação social, dada a flexibilidade e amplitude de cenários que podem envolver o *swap*, seja na configuração *a priori* da sociedade, seja na configuração *a posteriori* da operação – igualmente sujeita a desenhos variados para concretizar os objetivos propostos pelas partes-, como nos casos em que a companhia passa a fazer parte do grupo de sociedades do seu antigo credor, é possível que se tangencie algumas das previsões legais dispostas nos Artigos 136 e 137 da LSA. Nestes casos, deve-se verificar se nenhuma das exceções previstas no Art. 137 são aplicáveis, a exemplo da necessidade de ausência de liquidez e dispersão das ações nas situações de fusão ou incorporação da companhia ou participação em grupos de sociedade (inc. II).

Sendo o caso de materialização da situação de recesso e exercício do direito pelos acionistas correspondentes, procede-se ao reembolso – apurado segundo diretrizes do Estatuto Social ou, em caso de omissão, pela norma da Lei das S.A. (Art. 47, §1º) -, total ou parcial, da participação societária, posteriormente à manifestação unilateral de vontade do dissidente e à possível reconsideração da decisão por Assembleia reunida para esta finalidade (Art. 137, §3º).

3.3. Espécies de Ações

⁵⁷ A matéria tratada, apesar disto, pode ter sua interpretação ampliada para se abarcar novas hipóteses via documento societário, sendo o caso do chamado recesso estatutário. A restrição das hipóteses legais por tais documentos, contudo, não encontra amparo no sistema jurídico brasileiro, devido ao fato do recesso ser um direito essencial do acionista, como dispõe o Art. 109, V, da Lei da SA.

Deve-se esclarecer, no momento, quanto às espécies das ações emitidas – tratando-se de sociedades anônimas - que, via de regra, se estará diante, majoritariamente, de ações ordinárias, de uma ou mais classes (Art. 16 da Lei n° 6.404/1976), em contraposição a ações preferenciais ou de fruição (Art. 15 da Lei n° 6.404/1976)⁵⁸, uma vez que o credor, agora *shareholder*, buscará seu crédito através da reestruturação da empresa devedora e controle da administração – o que será, via de regra, alcançado pelo exercício de seu poder de voto⁵⁹ - tendo em mente que, caso a modificação do *modus operandi* empresarial não fosse necessário, dificilmente conceber-se-ia cenário de imprescindibilidade do negócio de *swap* então realizado⁶⁰. No entanto, é possível que a troca seja realizada, *v.g.*, em ações preferenciais, moldadas de forma a atender aos interesses dos agentes, na hipótese do credor crer que a mera

⁵⁸ Sabendo que a ação ordinária é “aquela cuja emissão é obrigatória em todas as companhias, não tem preferências econômicas e dá ao seu titular o poder político – mediante o exercício o direito de voto – de participar na direção da sociedade”. Conforme liberdade garantida por lei, as ações ordinárias podem ser de classes diversas, flexibilizando-se a depender dos negócios a serem estruturados pelas companhias. Já a ação preferencial é “aquela que tem por função principal servir de instrumento para financiar o capital próprio da companhia, mediante captação de recursos de pessoas que se dispõem a exercer a função empresarial apenas no que diz respeito à aplicação de capital de risco, mas que não desejam interferir na direção da empresa”. Por fim, a ação de fruição é “aquela distribuída ao acionista quando sua ação, ordinária ou preferencial, é amortizada, ou seja, quando a sociedade distribui aos acionistas as importâncias que eles teriam direito a receber na liquidação da sociedade”. (EIZIRIK, 2011)

⁵⁹ Deve-se ter sob consideração que a tomada de decisões no âmbito societário não se dá, apenas, pelo exercício ordinário do direito de voto. Pactuações entre os agentes, de diferentes espécies, como os acordos de acionistas ou o direito de eleição de cargos específicos na companhia – nos termos do Art. 18 da Lei n° 6.404/1976 -, podem moldar a forma como o negócio será organizado. O primeiro será melhor explorado em sequência. Em relação ao segundo, o dispositivo legal “autoriza que se conceda às ações preferenciais, além das vantagens de ordem patrimonial vantagens políticas, facultando-se aos seus titulares, conforme determinado no estatuto social: eleger um ou mais representantes para os órgãos de administração da companhia e vetar determinadas alterações estatutárias”. (Idem)

⁶⁰ Pode-se antever, como motivador da operação, em casos particulares, o desejo de alteração do time gerencial da companhia adquirida, ou o “displacement of inefficient managers”. Nestes casos, acredita-se que o insucesso da devedora fora causado por uma má gestão – técnica ou ética (*misfeasance* ou *malfeasance*) – dos seus antigos funcionários, sendo afetada, pois, por fatores meramente endógenos. A entrada de novos acionistas, seguida da modificação da estrutura de pessoal, seria suficiente para criar valor às partes. No entanto, há incentivos perversos que norteiam esta situação. Os *managers* da companhia devedora, após a operação de *swap*, não terão qualquer restrição de gestão advinda do conjunto de passivos, ou responsabilidades, convertidos da empresa. Assim, as dívidas – naturalmente mais coercitivas e menos flexíveis em relação às suas consequências jurídicas – passam a ser substituídas por capital social próprio – cuja desconexão do negócio empresarial com seus fundamentos não enseja em potenciais perdas significativas. Deste modo, cria-se um cenário de maior flexibilidade gerencial quanto à utilização dos recursos da empresa, cujo histórico, se mantido, levará à destruição de valor da operação. Tanto é assim que, em movimentos de incorporações tradicionais, este sintoma é combatido com as chamadas *leveraged acquisitions* – ou *leveraged buyout* (LBO) -, cujo objetivo é forçar a companhia incorporada a operar com um alto grau de endividamento. Trata-se de uma tradução da chamada *free-cash flow theory*, desenvolvida por teóricos como Michael Jensen. Com vistas a segurar a empresa adquirida desta perversão, os novos acionistas podem desejar converter suas dívidas condicionalmente ao controle posterior sobre o quadro de pessoal da organização. Em contrapartida, sabendo do potencial de sua substituição pelos novos controladores, os antigos funcionários da empresa terão incentivos para criar obstáculos reais ao *swap*, visando manter seu status quo de eficiência econômica questionável. Em resumo, ambos os cenários, para serem contornados, dependem de mecanismos estruturados que devem ser pensados pelos agentes anteriormente à operação, com o objetivo último de sustentar o negócio de conversão, neutralizando, pois, o *management resistance* (BAINBRIDGE, 2012).

eliminação das dívidas da empresa já configure elemento suficiente para recuperá-la⁶¹, de modo que o ganho com os dividendos, aliado aos benefícios associados às ações desta espécie (Art. 17 da Lei n° 6.404/1976)⁶², podendo incluir, ainda, direitos sortidos, como o de voto condicionado ou espécie de direito de redenção, além de determinações sobre eventuais conversões, justificaria o investimento realizado⁶³. Há de se considerar, ainda, a possibilidade de troca das dívidas em instrumentos de conversão futura, como debêntures conversíveis em ações⁶⁴, ou a emissão de *warrants* pela companhia em favor do credor⁶⁵. Outra opção é a escolha por ativos específicos da companhia que sejam do interesse dos credores⁶⁶ ou, ainda, *spinoffs deals*⁶⁷. No entanto, tais situações, por serem distintas do objetivo central do estudo, não serão aprofundadas.

Verifica-se, ainda, a complexidade que o *swap* pode adquirir quando se estiver diante de grupos de sociedades, na situação de um único credor assumir esta posição frente a sociedades pertencentes a um mesmo coligado. Os moldes da conversão, assim, tenderão a compor estruturas ainda mais criativas, cuja miríade de possibilidades engloba, dentre outras hipóteses, a emissão de ações distintas para cada uma das sociedades, pacotes de ações ou classes com direitos especiais intergrupos.

⁶¹ Esta situação, no entanto, pode não se concretizar tão facilmente, a depender da fragilidade financeira enfrentada pela companhia no momento do negócio. Desta maneira, a preferência relacionada ao recebimento sobre o capital social dificilmente terá algum valor intrínseco.

⁶² Sendo mandatária a concessão de algum dos benefícios listados, já que “a emissão das ações preferenciais sem direito a voto pressupõe a atribuição de uma vantagem de natureza patrimonial ou econômica, *vis-à-vis* as ações ordinárias, como forma de compensar seus titulares pela não participação no poder político da companhia”. (EIZIRIK, 2011)

⁶³ Nesta hipótese, a aprovação pelos *shareholders* existentes pode restar prejudicada, uma vez que as ações preferenciais, ao serem ranqueadas de maneira distinta às ordinárias, dificultariam a materialização do interesse financeiro residual de retorno pelo sucesso do negócio aos já acionistas da companhia.

⁶⁴ Este caso, todavia, pelas características dos títulos conversíveis, não resulta em uma redução imediata da dívida da companhia – estando este aspecto sujeito ao termo estipulado pelas partes ou a algum fator *trigger* - não podendo, portanto, ser categorizado como um típico negócio de *swap*. Não se exclui, no entanto, a possibilidade de complementação deste tipo de operação com as demais exploradas.

⁶⁵ “Warrants are essentially long-term call options issued by a company. They enable its holders to subscribe for shares in the company at a predetermined price, often at a premium to the company’s prevailing share price. In financial restructuring transactions they are usually issued to lenders, or sometimes existing shareholders. Warrants enable their holders to acquire (or increase) a stake in the company’s enlarged equity, after a target level of valuation is achieved” (CHATTERJI, 2005).

⁶⁶ Neste caso, os credores podem optar, seletivamente – desde que não haja qualquer impedimento legal para tanto, v.g., ônus reais ou consentimento mandatário de terceiros – por ativos dos devedores, em vista de saldarem seus créditos.

⁶⁷ Esta prática consiste, em linhas gerais, na venda de negócios/divisões não centrais (*non core*) da companhia como forma de pagamento de suas transações. A partir de então, ela poderá focar seu negócio no exercício de suas competências principais.

Em suma, uma combinação complexa de várias espécies de *equity*, ou *quasi-equity*, pode ser performada para concretizar os interesses múltiplos das partes e as especificidades do contexto, tendo como limite as restrições legais correlatas.

Ainda sobre os instrumentos de *equity* optados pelas partes no negócio da conversão, apresenta-se como uma dificuldade adicional, de grande calibre, a determinação precisa do valor das espécies emitidas. O *valuation* destes recursos não é matéria de fácil apreciação, notadamente quando diversas molduras negociais podem tomar forma⁶⁸. Trata-se de assunto que comporta grandes discussões no âmbito financeiro, mas que, pela complexidade e baixa relevância frente à proposta do estudo, não será devidamente abordado.

Quanto às ações remanescentes, já existentes no momento de pactuação do *swap*, importante destacar que

All classes of existing shares will usually be converted into ordinary shares as part of a restructuring plan. Preference shares are typically converted to ordinary shares on terms considerably more attractive than envisaged in their original documentation, to reflect their ranking ahead of ordinary shares” (CHATTERJI, 2005).

⁶⁸ Como consequência, métodos tradicionais de avaliação, como a fórmula proposta por Gordon e Shapiro, podem não ser suficientes diante da complexidade que os acordos de *swap* podem assumir. A utilização de metodologias e modelos intrincados de *valuation*, altamente custosos, acaba ganhando espaço no universo das negociações, a serem executados, via de regra, por agentes especializados, como bancos de investimento. Não é improvável, no entanto, quando houver suficiente *in house expertise*, a condução das mencionadas práticas por agentes internos da própria companhia, como o CFO e seu time, não justificando a terceirização destes serviços.

A fins de exemplo, pode-se citar o método de Fluxo de Caixa Descontado, ou *Discounted Cash Flow (DCF)*, e o *Dividend Discount Model (DDM)* – cada qual abordando o valor intrínseco da companhia através de uma particular análise fundamentalista interna – ou os métodos de avaliação por múltiplos, cuja diferença resta na aproximação da empresa aos seus pares comparáveis com vistas a abstrair um valor relativo da sociedade. Cabe expor, ainda, a existência do método de avaliação de opções, elaborado por Fischer Black e Myron Scholes, que difere quanto às variáveis imputáveis relevantes para a determinação do preço final.

A depender das informações disponíveis, cada um dos métodos pode se apresentar como condizente à operação de avaliação. No entanto, não é descartada – mas desejada – a acumulação de técnicas diversificadas de *valuation*, dando maior solidez à dinâmica de precificação das participações. No entanto, por ser uma matéria de inexatidão intrínseca, prevê-se a possibilidade de determinação de preços distinta entre os agentes, de modo que caberá à negociação a conclusão de um *range* de valores razoáveis e o assentamento das expectativas divergentes.

Além do mais, muitas vezes, para facilitar o acordo em torno do preço final da operação, as partes concordam em condicionar determinados resultados à materialização de certos marcos futuros, relacionados a contingências, performance operacional, dentre outros. Está-se diante, nestes casos, das chamadas *earnouts provisions*, cujos efeitos poderão ou não ser acompanhados de medidas de neutralização de atos perversos dos novos adquirentes e/ou métricas de cumprimento ao longo da sua vacância. Assim, busca-se, no presente, reduzir a incerteza futura da negociação (BAINBRIDGE, 2012).

3.4. Acordos de Acionistas

Os acordos de acionistas, ou quotistas, a depender do tipo societário, são “contratos parassociais (i.e., paralelos ao Estatuto Social e demais atos societários das companhias), por meio do qual os acionistas signatários (...) estabelecem termos e condições gerais para reger o relacionamento dos mesmos, enquanto acionistas da companhia a que o acordo de acionistas se referir” (NASCIMENTO, 2015). Em outras palavras, são instrumentos celebrados entre os *stockholders* da companhia com o objetivo de estabelecer diretrizes sobre determinadas matérias, como “a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle”, conforme redação do Art. 118, *caput*, da LSA⁶⁹. Insta expor que apenas as ações expressamente mencionadas neste instrumento serão objeto do que fora nele negociado. A efetividade destes acordos está sujeita ao seu arquivamento na sede da sociedade, face à companhia, e à sua averbação nos livros de registro, em face de terceiros, de acordo com disposição do §1º do mesmo artigo.

A flexibilidade da conjuntura do negócio permite a pactuação de cláusulas variadas em eventuais acordos de acionistas de bloqueio, ou seja, nos acordos que restringem a livre negociação das ações neles circunscritas. Busca-se, com isto, desenhar um cenário de alocação efetiva dos riscos envolvidos na operação. Na hipótese, sujeitar-se-iam a estes instrumentos as ações emitidas no quadro do negócio de *swap*.⁷⁰

Neste aspecto, algumas das possibilidades que se apresentam - sejam elas em favor do antigo credor da companhia, da sociedade ou dos acionistas primitivos - são: a cláusula *put*⁷¹,

⁶⁹ Tais matérias não são, contudo, exaustivas. “Os acionistas são inteiramente livres para convencionar ou não o acordo, assim como para estabelecer o seu conteúdo, uma vez que a Lei das S.A. não esgota a relação de matérias que dele podem constar; os limites são apenas a licitude do objeto e a conformidade ao interesse social” (EIZIRIK, 2011)

⁷⁰ Há a possibilidade de, porventura, ações já existentes estarem submetidas aos efeitos de cláusulas da espécie, como, *v.g.*, a *full ratchet clause* que, ao proteger o investidor inicial – em geral minoritário – da emissão de novas ações a um preço menor do que o por ele pago, aplicando o preço ajustado como novo referencial para o cálculo das ações possuídas, garante a manutenção do percentual primeiro de capital controlado, sob pena de pagamento de indenização correspondente.

⁷¹ A cláusula *put* é espécie de cláusula de saída cuja característica elementar é a garantia da possibilidade de um acionista, em determinadas condições previstas nos acordos, exercer o direito de venda das suas ações aos demais ou à companhia, que serão obrigados a comprá-las por um preço predeterminado.

de preferência⁷², *tag along*⁷³, *drag along*⁷⁴, *shotgun*⁷⁵, *lock-up*⁷⁶ e de venda em bloco⁷⁷ (NEVES, 2013) (TOMLINSON, 2010).

O negócio de *swap* pode ensejar a pactuação de acordos de acionistas de outras espécies, e não simplesmente os denominados acordos de bloqueio. Nesta seara, vê-se a possibilidade de concretização de acordos de voto⁷⁸ – relativos ao exercício do direito de voto, intrínseco à posição de acionista – e de controle⁷⁹ – relativos à gênese e operacionalização do poder de controle. Não há, no entanto, uma divisão estanque entre as citadas categorias de acordos. É possível que haja previsões de variadas espécies em um mesmo instrumento pactual.

⁷² Cláusula, em uma primeira espécie (*Right of First Refusal*), que garante ao acionista beneficiado a possibilidade de compra, antecedente e nas mesmas condições, das ações ofertadas a terceiros pelos demais acionistas da empresa. Como segunda espécie (*Right of First Offer*), a preferência da aquisição se dá antes da existência de uma oferta por parte de um terceiro sujeito.

⁷³ A cláusula de *tag along* estabelece que em caso de um acionista majoritário manifestar intenção de vender as suas ações, os acionistas minoritários devem ter a opção de vender suas ações pelo mesmo preço e condições que o acionista majoritário acordar.

⁷⁴ Em sentido oposto ao *tag*, o *drag along* assegura ao acionista majoritário o direito de arrastar para a venda conjunta as ações dos acionistas minoritários, nas mesmas condições acordadas.

⁷⁵ A cláusula *Texas Shoot-out*, ou *Russian Roulette*, ou, ainda, *Shotgun*, consiste em espécie de cláusula que garante dada resolução, consubstanciada na saída de um dos sócios, diante de cenário de impasse. O impasse consiste em uma situação de conflito insuperável entre os sócios. Quando não há consenso sobre determinada matéria e a relação dos sócios se torna insustentável, um dos sócios pode declarar impasse e acionar o mecanismo de solução pactuado. A cláusula *shotgun*, portanto, dá direito ao acionista notificante de exigir do acionista notificado, em momento determinado, a venda compulsória de todas as ações de sua propriedade. Após o prazo fixado, portanto, o acionista notificado poderá escolher entre vender a totalidade das ações nas condições propostas pelo acionista notificante ou comprar a totalidade das ações do acionista notificante em condições superiores às ofertadas. A vantagem de tal operação é permitir que, caso ocorra uma situação de conflito, um dos acionistas saia da companhia sem causar demasiados prejuízos à sociedade. Ademais, a saída de um acionista necessariamente confirma a permanência do outro, sendo, assim, impossível a entrada de desconhecido na sociedade, ocorrendo apenas a realocação das ações vendidas.

⁷⁶ A cláusula *lock up* impede a alienação de parte ou da totalidade das ações de sócios por um prazo pactuado, realizada seja em negócio com terceiros, seja entre os próprios acionistas. Como incentivo ao cumprimento da cláusula, as partes se beneficiariam, além da nulidade do negócio questionado, pela celebração de sanção pecuniária por eventual transação no período determinado pela cláusula *lock up*, ou, ainda, pela previsão de opção de compra em favor dos sócios adimplentes. A mesma *ratio* estrutura a cláusula *standstill*, aplicada, usualmente, para a figura do acionista controlador.

⁷⁷ Este dispositivo determina que as ações por ele abarcadas apenas podem ser vendidas em conjunto, e não isoladamente.

⁷⁸ Uma das previsões costumeiras é a chamada *pooling agreement*, através da qual há a formação de um bloco de acionistas para o exercício de determinada posição conjunta de voto. Há, ainda, “algumas cláusulas que são características dos chamados Acordos de Voto, como, por exemplo, previsão de “Reunião Prévia”; “Quórum Qualificado” e/ou “Direito de Veto” (NASCIMENTO, 2015).

⁷⁹ Além de regular a diretriz dos votos, este tipo de acordo pode afetar o modo como serão organizados os órgãos de administração da sociedade. “O acordo de controle congrega os acionistas que, em conjunto, compõem o bloco de controle, ou seja, detêm quantidade de ações que lhes asseguram o poder de eleger a maioria dos administradores e a preponderâncias nas deliberações da assembleia geral, bem como usam tal poder para dirigir os negócios sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” (EIZIRIK, 2011). Esta espécie é fruto direto da previsão modeladora do *caput* do Art. 116 da LSA.

Caso haja eventual descumprimento destas provisões, a LSA garante ao acionista prejudicado o direito de promover a “execução específica das obrigações assumidas” no acordo (Art. 118, §3º)⁸⁰. Há, ainda, o mandamento do não cômputo dos votos “proferidos com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado” (Art. 118, §8º)⁸¹. Como consequência, reduz-se os custos de transação para a manutenção do acordado, dando maior segurança ao processo negocial.

Um aspecto de potencial relevância para os credores da companhia, performadores do *swap*, diz respeito à negociabilidade das ações vinculadas a estes acordos. Caso a liquidez posterior seja um elemento de forte anseio destes sujeitos, cabe esclarecer que, de acordo com a previsão do §4º do dispositivo em comento, as “ações averbadas nos termos deste artigo não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão”. Este impedimento pode causar eventuais empecilhos de desinvestimento aos novos acionistas da companhia, caso a pactuação de um acordo seja fundamental para o negócio.

No entanto, a fixação de um prazo para a duração do acordo – hipótese possível segundo o §6º do mesmo artigo – pode contornar o problema aviltado.

Outro elemento que deve ser abordado é a incapacidade de o acordo eximir o acionista da responsabilidade decorrente do exercício de seu direito de voto e o controlador da derivada do poder de controle (Art. 118, §2º). Conforme será visto em tópico subsequente, estas espécies de responsabilidade podem se fazer presentes ao longo do negócio de *swap*.

Dada a infinidade de possibilidades materiais, deve-se, apenas, ter em mente que este tipo de acordo pode ser apresentado, no mundo fático, como um instrumento capaz de formalizar desejos e anseios de diferentes espécies, conformando os interesses dos *stockholders* às matérias que possam afetar o sucesso do *debt equity swap*. Precisa-se, nesta seara, que dois princípios basilares do direito das obrigações devem reger tais acordos, quais sejam, (i) a autonomia da vontade, manifestada na liberdade de contratar, e (ii) a obrigatoriedade da convenção (EIZIRIK, 2011).

⁸⁰ A busca pela preservação da eficácia do acordo, em substituição à simples indenização que do seu descumprimento vier a surgir, é assegurada pela liberdade de promoção da execução específica – espécie de cumprimento de sentença regulado pelos Arts. 536 e ss. do Novo Código de Processo Civil.

⁸¹ Em complemento ao direito de execução específica, a lei, para garantir que as normas do acordo fossem preservadas, permitiu a chamada “execução *interna corporis*, mediante atuação diretas das partes” prejudicadas, sem o necessário intermédio judicial (EIZIRIK, 2011).

3.5. Direito de Preferência⁸²

Existe, no entanto, outro fator de suma relevância que deve ser considerado enquanto na performance do *swap*, qual seja, o direito essencial de preferência dos antigos acionistas para a subscrição de ações, de acordo com a redação do Art. 109, IV, da LSA⁸³. Trata-se de dispositivo que procura, no limite, evitar a diluição da participação dos sócios pelo aumento de capital, garantindo a possibilidade de subscrição para a preservação do percentual de participação na sociedade.

Conforme o Art. 171 da Lei n° 6.404/1976 - com semelhante efeito o Art. 1.081 do Código Civil⁸⁴, aplicado às Sociedades Limitadas - responsável por estatuir o chamado *preemptive right*:

Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.

§ 2º No aumento mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens, será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado.

Segundo melhor doutrina,

No desejo de fazer com que, num aumento de capital, os acionistas mantenham, na sociedade, posição idêntica à que possuíam antes do aumento, a lei assegura aos mesmos o direito de preferência na aquisição das novas ações a serem emitidas, constituindo esse um dos 'direitos essenciais' dos acionistas (...). Isso significa que os aumentos de capital são feitos, em princípio, em favor dos acionistas existentes; se todos exercerem o direito de subscrição, continuarão a ser os únicos acionistas da sociedade, obedecendo-

⁸² Não se deve confundir esta espécie de preferência com a anteriormente abordada, referente à disposição em acordo de acionista, por mais que os efeitos finais – de aquisição de valores mobiliários a serem alienados – possam se confundir.

⁸³ O direito figurado pela lei “tem por fim garantir ao acionista a posição que o mesmo goza na sociedade. Por tal razão, a retirada do direito de preferência requer normas legais especiais quase sempre fundamentadas no interesse social em face dos direitos individuais dos acionistas” (MARTINS, 2010)

⁸⁴ Após a deliberação para o aumento do capital social nas sociedades limitadas, “fica assegurado o exercício do direito de preferência a todos os sócios, em que cada um terá direito a subscrever e integralizar as novas quotas emitidas em razão do aumento de capital, na exata proporção das quotas por cada um detidas” (FIUZA, 2004).

se à regra da proporcionalidade das ações em relação ao total do aumento (MARTINS, 2010).

Pela redação do dispositivo, os credores que acordarem em realizar a troca poderão, em determinadas situações, receber um valor proporcional aos seus créditos em decorrência do exercício do direito de preferência pelos acionistas anteriores da companhia. Nestes casos, o aumento de capital será arcado pelos próprios detentores de *equity* da companhia, com efeitos financeiros similares aos resultantes do *swap*.

O direito de preferência aqui referido pode ser limitado quanto ao prazo, ou excluído, nos casos em que o aumento do capital se der via capital autorizado, regulado pelo Art. 168⁸⁵, de acordo com discricionariedade permitida pelo Art. 172 da lei. Com maior exatidão,

O direito de preferência pode ser estatutariamente suprimido, ou ter seu prazo de exercício reduzido, nas companhias abertas de capital autorizado, quando a colocação dos valores mobiliários for realizada mediante: venda em Bolsa de Valores; subscrição pública; permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle (...). Em tais hipóteses, a Lei das S.A. presume que o interesse social estará mais bem atendido se a companhia puder recorrer diretamente ou com maior celeridade ao mercado de capitais, não outorgando o direito de preferência, ou reduzindo o prazo de seu exercício (EIZIRIK, 2011).

Com efeito, o cenário exposto, de exercício da preferência, não ocorrerá de maneira imperativa, estando sujeito às determinações ditadas pelo Estatuto Social das companhias.

⁸⁵ Trata-se de uma permissão legal que garante à companhia, na figura do Conselho de Administração, ou da Assembleia Geral, aumentar periodicamente o capital social dentro de um limite previamente estabelecido no Estatuto Social (Art. 166, incs. II e III). Conforme a Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda, “o Artigo 169 mantém a inovação introduzida pela Lei nº 4.728, ao admitir que o estatuto social, além de fixar o montante do capital social, estabeleça limite de capital autorizado, dentro do qual a Assembleia Geral ou o Conselho de Administração pode deliberar aumento do capital social, independentemente de reforma estatutária”. O legislador, com esta disposição, facilitou a implementação da figura do bônus de subscrição (Art. 75 e ss) e da opção de compra de ações a seus administradores ou empregados (Art. 168, §3º), e o aumento ordinário de capital social para a concretização de objetivos societários variados – incluindo, por derivação, o *swap* aqui trabalhado.

Além do mais, o direito de preferência, conforme redação do Art. 171, §6º, poderá ser cedido pelo acionista⁸⁶. A venda do direito de subscrição, ou de preferência, é um direito previsto, cumulativamente, no Art. 2º, II, da Lei nº 6385/1976. Sobre esta faculdade,

No caso de emissão de novas ações por parte da companhia, os atuais acionistas recebem o direito de subscrever prioritariamente essas ações, pelo preço de emissão e na proporção das ações já possuídas. Caso não tenha interesse em realizar a subscrição, é possível vender esse direito no mercado. (CVM, 2014).

As partes pactuantes do *swap*, devendo aumentar o capital da companhia para a emissão de novas ações, através da capitalização de créditos, devem antever o direito de preferência, e sua disposição estatutária, no momento de elaboração da operação.

3.6. Tomada Coletiva de Decisão e demais Questões Deliberativas

Acionistas. A operação de *swap*, frequentemente, envolve a tomada coletiva de decisão por um grupo de agentes, leia-se, especialmente, os acionistas da empresa devedora. Por ser um processo deliberativo complexo, com potenciais consequências destrutivas para uma ou mais partes, há diversas normas societárias que regem esta matéria.

Nesta dinâmica, diversos instrumentos, visando, dentre outros motivos, a proteção dos interesses dos credores, da companhia ou dos acionistas, substancialmente os minoritários, mais frágeis enquanto no processo deliberativo, foram redigidos pelo legislador⁸⁷. Pode-se citar o Art. 122, que dita as matérias de competência privativa da Assembleia Geral, dentre elas a

⁸⁶ Nesta hipótese, a CVM, em julgamento do processo nº 19957.003128/2016-20, “considerou não ser necessária a cessão do direito de preferência dos acionistas para que o terceiro credor integre o quadro acionário da companhia aberta, desde que respeitados os prazos para exercício do direito de preferência para subscrição das ações” (MARQUES; RUDGE; PERRUSO, 2016), facilitando, por consequência, o processo de capitalização.

⁸⁷ Sobre a divisão de competência disciplinada pela Lei: “a distribuição e separação de competências pelos diversos órgãos da companhia visa a assegurar o seu normal funcionamento e a tornar exequível o controle da legalidade dos seus atos. O direito societário absorveu o princípio da indelegabilidade de poderes do direito constitucional, com o objetivo de instituir, no âmbito das sociedades anônimas, o controle da legitimidade do exercício de competência de seus órgãos”. (EIZIRIK, 2011)

reforma do estatuto social – que poderá ser alterado para a operacionalização da emissão de novas ações, via Assembleia Geral Extraordinária, por força do Art. 135 - o Art. 129, que “consagrou o princípio majoritário para as deliberações tomadas em assembleia” (NASCIMENTO, 2015), e o Art. 136, responsável por disciplinar o *quórum qualificado* legal às matérias arroladas – dentre elas “criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes” -, além das demais normas que tratam sobre convocação, instalação e legitimação para participar da assembleia.⁸⁸

Para que as deliberações necessárias à materialização do *swap* não sejam eivadas de qualquer vício, deve-se respeitar os parâmetros de tomada de decisão disciplinados na Lei das S.A., além de outros instrumentos aplicáveis. Em hipótese contrária, prevê-se a configuração de vícios decorrentes do conflito de interesses entre os agentes decisores.

De acordo com a redação do Art. 115 da LSA, o “acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia⁸⁹”, considerando-se abusivo “o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas”⁹⁰, sendo tal disposição aplicável a todos os acionistas, de maneira limitadora⁹¹. A responsabilidade associada ao exercício de voto abusivo encontra-se disciplinada nos

⁸⁸ Em resumo, “para que as deliberações tomadas em assembleia geral sejam válidas, é indispensável assegurar a possibilidade de participação de todos os acionistas no conclave e observar o cumprimento das regras relativas ao seu modo de convocação e local de realização (Artigo 124), ao quórum de instalação (Artigo 125), à *legitimação* e representação do acionista (Artigo 126), à assinatura do “Livro de presença” (Artigo 127), ao funcionamento da mesa que dirigirá os trabalhos (Artigo 128) e ao quórum de deliberação previsto neste artigo [Art. 136] e no artigo 129.” (EIZIRIK, 2011)

⁸⁹ Vê-se, portanto, que o interesse social prevalece “sobre o interesse individual dos acionistas. Embora os objetivos dos acionistas possam ser diversos e conflitantes, o acionista vota na condição de membro de determinada comunidade acionária, não com vistas ao atendimento de interesses que a ela são estranhos” (*idem*)

A conceituação do *interesse da companhia*, contudo, não é matéria consensual no Direito Societário. Existem profundas discussões sobre a matéria, que giram, em suma, ao redor da visão institucionalista – segundo a qual o interesse da companhia é único e distinto da totalidade dos sócios, compondo-se como um elemento apartado e autônomo – e da visão contratualista – que vê na comunhão dos interesses dos sócios a formação do interesse da sociedade.

⁹⁰ As disposições do *caput* são *standards* genéricos exemplificativos de caracterização da abusividade de voto. Outras situações, apartadas às elencadas, podem ocorrer na prática societária (*idem*). Adicionalmente, pode-se utilizar da norma do Art. 187 do Código Civil, definidora do chamado abuso de direito, – segundo a qual “também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes” – para interpretar a figura do voto abusivo.

⁹¹ Com efeito, “a Lei das S.A. não faz distinção ao tratar do voto abusivo, aplicando-se a norma a qualquer acionista que exerça o direito de voto, em qualquer espécie de assembleia geral: ordinária, extraordinária ou especial” (EIZIRIK, 2011).

parágrafos 3º e 4º do dispositivo, sendo o impedimento do exercício de voto em situações pré-moldadas regulado nos demais §§ do citado artigo.⁹²

Independentemente do exercício do voto, o acionista, mesmo que tenha seu voto vedado de acordo com os ditames expostos, ainda poderá comparecer e ser computado para a instalação da Assembleia Geral, além de discutir as questões colocadas em pauta.

Administradores. O conflito de interesses pode surgir, ainda, na relação entre a companhia e seus administradores. Nos termos do Art. 156. do mesmo diploma, “*é vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia*”⁹³.

Pode ocorrer, eventualmente, da operação de *swap* enquadrar-se nesta situação, impondo, como consequência, o afastamento pontual dos administradores da operação negociada.

Em linhas gerais, os membros da administração da companhia, sejam eles diretores ou conselheiros, estão sujeitos a diretrizes comuns de deveres e responsabilidades – *e.g.* dever de diligência (Art. 153⁹⁴), dever de lealdade (Art. 155⁹⁵) e dever de informar (Art. 157⁹⁶) - enquanto no exercício dos seus cargos, conforme determinado pelas normas da Seção IV, Art.

⁹² Nestas hipóteses, mesmo não havendo unanimidade na doutrina, pode-se defender, pela redação da norma, que a caracterização da abusividade depende da constatação material posterior de danos, reais ou potenciais, à companhia. Não se trata, assim, de proibição *a priori* de exercício do voto.

⁹³ O conflito de interesses, vedado pela Lei – causa do impedimento imposto aos administradores de ordem de representação e de deliberação – se configura por critério formal, apriorístico, segundo o qual o “interesse oposto ao da companhia dá-se quando o administrador é parte em negócio que a sociedade está para concluir com ele ou com outros juntamente com ele; em negócio no qual tenha vantagem ou interesse”. (MENDONÇA *apud* CARVALHOSA, 2014).

⁹⁴ Sobre esta norma de conduta, deve-se compreender que “o preceito ora estudado prescreve alguns padrões de comportamento do administrador. Neles estão implícitos modelos e combinações de elementos que fornecem a linha de conduta subjetiva que deve ser observada pelo administrador. Tais standards são amplos, flexíveis e capazes, portanto, de abranger variadas situações, conforme as circunstâncias e peculiaridades de cada caso (...). O princípio é originário da tradicional figura romana do *vir probus, do bonus pater familias* (...). Tem o dever de diligência o sentido de cuidado ativo, zelo, aplicação aos misteres” (CARVALHOSA, 2014).

⁹⁵ O dever de lealdade tem como origem o princípio do direito norte-americano conhecido como *standard of loyalty*, que se funda no “caráter fiduciário da atividade dos administradores. A regra é que não poderão os administradores buscar, em primeiro lugar, os seus interesses pessoais. (...) A relação entre a companhia e o administrador é chamada, com efeito, de *fiduciary relationship*, a refletir as relações jurídicas de confiança que norteiam a conduta deste último. A quebra do dever de lealdade (*breach of the duty of loyalty*) é considerada lesiva não somente à companhia como também a seus acionistas” (idem).

⁹⁶ O dever de informar dos administradores é uma “prerrogativa que não admite restrição”. Em resumo, “ao fornecerem aos acionistas, aos investidores e ao público informações sobre os negócios da companhia, fazendo-o acurada e prontamente, os administradores colocam tais pessoas numa posição de autoproteção, na medida em que se tornam capazes de adquirir ou de alienar os valores mobiliários com pleno conhecimento dos fatos negociais relacionados com a companhia que os emitiu” (idem).

153 e ss.⁹⁷, da Lei das S.A. Estes sujeitos, sob pena de responsabilidade pessoal⁹⁸ (Art. 158⁹⁹), deverão envidar seus esforços para satisfazer e promover o interesse da companhia.¹⁰⁰ Portanto, o contexto do *swap*, quando tangenciado pelas funções dos cargos de administração, há de ser tratado sob a mesma ótica de outras questões ordinárias da administração da sociedade, de tal modo que os administradores ajam sempre em favor da companhia¹⁰¹.

Pode-se afirmar, ainda, sob outra ótica, que o *swap* pode ser uma forma eficiente para os administradores da companhia livrarem-se de potenciais responsabilidades pela insolvência da companhia, ao evitarem que a sociedade sofra prejuízos econômicos, desde que suas ações anteriores – questionáveis quanto ao resultado final de colocação da companhia em estado de dificuldade financeira - fossem passíveis de enquadramento nas disposições do Art. 158 da lei 6.404/76. Em outras palavras, o regime de *personal liability* do direito societário, e sua potencial incidência, pode servir como incentivo para o perfazimento da conversão de dívida¹⁰².

⁹⁷ Sobre a seção em comento, substancialmente inalterada à época da proposição do projeto de lei, deve-se compreendê-la como matéria de suma importância, que “procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário” (LAMY FILHO; PEDREIRA, 1997).

⁹⁸ Não é de menor relevância recordar que estes agentes, comumente, estão protegidos de determinadas espécies de responsabilizações por D&Os, ou *Directors and Officers Insurance*. A relação entre os incentivos, interesses e práticas da administração pode ser alterada a depender da estruturação destes instrumentos, tanto antes quanto posteriormente à conclusão do *swap*.

⁹⁹ Em outras palavras, o “administrador responde civilmente pelos prejuízos que causar por abuso de poder ou com violação da lei ou do estatuto”. No primeiro caso, o “abuso de poder verifica-se quando o administrador não exerce com moderação as prerrogativas que lhe são legal e estatutariamente atribuídas, fazendo-o contrariamente ao interesse da companhia, de seus acionistas ou de terceiros, com o objetivo de causar-lhes danos”. Quanto à última hipótese de responsabilização, por descumprimento da lei ou do estatuto, deve-se entendê-la como de espécie objetiva, fruto da simples inobservância aos preceitos legais (CARVALHOSA, 2014).

¹⁰⁰ Um dos instrumentos para a responsabilização dos administradores por atos contrários aos ditames legais é a Ação de Responsabilidade Civil, devidamente disciplinada no Art. 159 do mesmo diploma. Nos termos da norma, “a própria Companhia pode ajuizar ação de responsabilidade contra o administrador pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. A propositura dessa ação, no entanto, dependerá de prévia deliberação da Assembleia Geral (Artigo 159). O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos de exercer suas funções e deverão ser substituídos na mesma Assembleia que aprovar a propositura da ação de responsabilidade (...). Importante ressaltar que a ação ajuizada pela Companhia não exclui a que couber a acionistas ou terceiros diretamente prejudicados por atos de administradores”. (GT INTERAGENTES, 2014).

¹⁰¹ Vale ressaltar que pode haver eventuais confluências forçadas entre os conselheiros e diretores – agentes em defesa do suposto interesse da companhia – e os acionistas majoritários – responsáveis, no mais das vezes, pela alçada dos primeiros aos cargos de administração. Por motivos relacionados ao modo de eleição dos administradores da sociedade, é de se esperar que haja uma tensão em determinadas decisões a serem tomadas quando houver evidente conflito entre o dever legal e a busca pela harmonização do decidido com a vontade dos detentores do poder de voto. Como consequência, o *swap*, ora percebido como uma decisão favorável à sociedade, ora aos acionistas majoritários, poderá ser tratado, pragmaticamente, de forma distinta pelos administradores da companhia.

¹⁰² Esta conclusão apenas se sustenta caso o conceito de prejuízo do artigo supracitado seja compreendido como prejuízo de ordem material, e não de ato ilícito *per se*. A doutrina não é, no entanto, pacífica nesta conceituação. Em sustento à posição contrária, “mesmo que não decorra da prática abusiva, ilegal ou antiestatutária nenhum

Adicionalmente, o *swap* pode ser visto como uma decisão a ser enquadrada na exclusão de responsabilidade do §6º do Art. 159, ao ser reconhecido como uma deliberação tomada de “boa-fé” e “visando ao interesse da companhia”. Trata-se da chamada *business judgment rule*, cuja essência é:

In suits alleging a corporation's director violated his duty of care to the company, courts will evaluate the case based on the business judgment rule. Under this standard, a court will not second guess the decisions of a director as long as they are made (1) in good faith, (2) with the care that a reasonably prudent person would use, and (3) with the reasonable belief that they are acting in the best interests of the corporation” (CORNELL LAW SCHOOL, 2017).

Acionista Controlador. Por fim, cabe dispender particular atenção ao acionista controlador, ou seja, àquele que “a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia” e “b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” – sendo, pois, um estado de fato - conforme ditame do Art. 116 da LSA.¹⁰³

O diploma societário, no parágrafo único do citado artigo, determina que o acionista controlador deve utilizar seu poder em harmonia à função social da companhia controlada, reconhecendo, assim, seu dever frente aos *stakeholders* da sociedade¹⁰⁴.

prejuízo material para a companhia, configura-se sempre a responsabilidade do administrador. A ofensa ao direito da companhia é ato ilícito, mesmo que não ocorra nenhum prejuízo ao seu patrimônio. O termo ‘prejuízo’, na espécie, é sinônimo de ofensa ou lesão, que pode ou não se materializar em perdas patrimoniais” (CARVALHOSA, 2014).

¹⁰³ Em sua natureza, o controle societário “pode ser entendido como o poder de dirigir as atividades sociais. Essa noção tem um sentido material ou substancial e não apenas formal. Assim, o controle é o poder efetivo de direção dos negócios sociais. Não se trata de um poder potencial, eventual, simbólico ou diferido. É controlador aquele que exerce, na realidade, o poder. Internamente, mediante o prevailecimento dos votos. Externamente, por outros fatores extra societários. Controlar uma companhia, portanto, é o poder de impor a vontade nos atos sociais e, via de consequência, de dirigir o processo empresarial, que é o seu objeto”. A lei das S.A, por sua vez, assume como critérios para a definição do acionista controlador o (i) controle interno, caracterizado pela titularidade dos direitos de sócio; (ii) a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores, em caráter de permanência; e a (iii) “efetividade na condução dos negócios sociais e, consequentemente, no funcionamento dos órgãos da companhia” (CARVALHOSA, 2014).

¹⁰⁴ Deve-se ter em mente que o “*princípio básico adotado pelo Projeto* [da lei das S.A.], e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e quanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – o que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores e os membros da comunidade em que atua” (LAMY FILHO; PEDREIRA, 1997)

Uma desventura que pode derivar das operações de conversão relaciona-se à responsabilidade do acionista controlador pelos “danos causados por atos praticados com abuso de poder”, em outras palavras, por ações que não se coadunem com os deveres legais associados à sua posição. Melhor explicitando o conceito em comento:

O abuso de poder de controle resulta da causa ilegítima de decisões tomadas com a única finalidade de prejudicar os acionistas minoritários ou para satisfazer os interesses exclusivamente pessoais dele controlador. Nessa hipótese, o controle é desviado de sua finalidade legítima, ou seja, assegurar a acumulação do patrimônio social e a criação de valor empresarial. Em consequência, o abuso do poder de controle, que engloba o desvio de poder, caracteriza-se pela prática de uma infração no exercício da prerrogativa legal de controle. (CARVALHOSA, 2014).¹⁰⁵

Nos termos do Art. 117, §1º, “c”, da Lei das S.As, representativo de hipóteses que possam vir a surgir no âmbito da discussão do *swap*¹⁰⁶:

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: (...)

c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia.

Tendo em vista que o *swap*, através da emissão de novos valores mobiliários, alteração estatutária e tomada de decisões e políticas correlacionadas, é capaz de diminuir exponencialmente os valores das participações anteriores dos acionistas da companhia – notadamente dos minoritários –, causando-lhes danos ou prejuízos, ações do controlador que

¹⁰⁵ Em particular, para ocorrer a responsabilização do controlador, é necessária a plenitude dos seguintes critérios: (i) efetivo controle interno da companhia; (ii) “prova do dano efetivo patrimonialmente ressarcível”; (iii) e “ato praticado com abuso de poder” (CARVALHOSA, 2014).

¹⁰⁶ As hipóteses de abuso de poder arroladas no citado artigo, pela redação do dispositivo, são meramente enunciativas. O critério a ser utilizado para a determinação do abuso de poder do controlador não é o de confrontação da conduta a um rol taxativo de comportamentos, mas a verificação da lesividade do ato do controlador frente aos interesses sociais protegidos pela legislação societária.

não se conformem à lógica de beneficiamento da sociedade podem ser questionadas à luz do dispositivo referido, de tal sorte que a operação restará prejudicada.

É perceptível, portanto, que a tomada de decisão, no âmbito das sociedades empresariais, é matéria de complexidade relevante, que deve ser considerada nas suas mais diversas minúcias a fim de impedir o surgimento de potenciais obstáculos à pactuação do *swap*.

3.7. Participação de Instituições Financeiras

Em variadas situações, instituições financeiras, ao exercerem seu papel de mediadoras de crédito no mercado, acabam por se tornar grandes credores de companhias em dificuldades econômicas. Nestes casos, a conversão de débito por participação pode encontrar empecilhos adicionais, tendo em mente a particularidade normativa a que se sujeitam estes agentes.

Neste contexto, a limitação legal quanto à participação de instituições financeiras em outras companhias se apresenta como um potencial impeditivo a estas operações. Conforme previsão da Lei n° 4.595/1964, que disciplina o sistema financeiro nacional,

Art. 30. As instituições financeiras de direito privado, exceto as de investimento, só poderão participar de capital de quaisquer sociedades com prévia autorização do Banco Central da República do Brasil, solicitada justificadamente e concedida expressamente, ressalvados os casos de garantia de subscrição, nas condições que forem estabelecidas, em caráter geral, pelo Conselho Monetário Nacional.

Mesmo que a autorização do BACEN seja concedida, após procedimento anterior de solicitação, a depender do cenário, a conversão pode não ser querida, essencialmente quando a companhia necessitar de crédito bancário posterior para ser reestruturada. Decorre esta dificuldade do disposto no mesmo diploma,

Art. 34. É vedado às instituições financeiras conceder empréstimos ou adiantamentos:

IV - Às pessoas jurídicas de cujo capital participem, com mais de 10% (dez por cento);

§ 2º O disposto no inciso IV deste artigo não se aplica às instituições financeiras públicas¹⁰⁷.

Em outras palavras, caso a conversão resulte em participação de mais de 10% na companhia outrora devedora – situação de fácil configuração – há um impedimento para a concessão de empréstimos posteriores pelas instituições financeiras a estas sociedades.

Desta maneira, não sendo o caso de concessão de empréstimo por outros atores, distintos do beneficiado pela conversão, a operação pode não ser concretizada, tendo em mente a imprescindibilidade de crédito futuro para o completo cumprimento das expectativas de reestruturação.

Por fim, deve-se ressaltar que o descumprimento de quaisquer dos dispositivos da referida lei está sujeito às sanções disciplinadas no Art. 44 da norma.¹⁰⁸

Quanto às instituições financeiras de direito público, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES), em especial – cuja missão, de acordo com informação constante no seu site institucional¹⁰⁹, é “promover o desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, com geração de emprego e redução das desigualdades sociais e regionais” - não estando sujeito às disposições supracitadas, mas a outras que regulam o modo

¹⁰⁷ Interessante, em relação à vedação indicada, o parecer Nº GQ - 50da AGU, no âmbito do processo 00002.005631/94-95, segundo o qual: “Como se vê, ressalta para logo o desabalado equívoco em que labora a deliberação do Conselho Monetário ao estabelecer a restrição, uma vez que não há falar, na espécie, em incidência quer dos incisos III e IV do Art. 34, quer do Art. 17 da Lei 7.492/86. Qualquer ilícito administrativo ou penal está afastado na hipótese, tal a exceção aberta pelo § 2º do Art. 34 da Lei 4.595/64 retrotranscrito, que retira do âmbito de aplicação do inciso IV daquela norma as instituições públicas federais, entendido que a elas, dada a sua natureza, nunca se dirigiu referido inciso III do Art. 34. 8. Efetivamente, os bancos federais nunca estiveram impedidos administrativamente de conceder empréstimo seja à União, seja às sociedades por ela controladas, até mesmo antes da edição da Lei 7.595/64. (...) força é concluir pela inaplicabilidade, à espécie, do Art. 34, III e IV, da Lei nº 4.595/64 e do Art. 17 da Lei nº 7.492/86, principalmente em se cuidando do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e do Banco do Brasil S.A. Isso, contudo, não implica arrefecimento ao controle sobre as operações das instituições financeiras públicas federais, sujeitas que estão suas aplicações não só ao princípio da legalidade, nos casos de empréstimos públicos, como, ainda, à estrita obediência às normas emanadas do Conselho Monetário Nacional e sua supervisão, nos termos dos Arts. 4º, XXII, e 22, § 1º, da Lei nº 4.595/64, conforme indicado no item 13 do presente trabalho”.

¹⁰⁸ Neste mesmo sentido, o Min. Napoleão Nunes Maia Filho, no julgamento do AgInt no REsp 1216514 (2010/0183599-9 - 31/03/2017), bem aponta que “em Direito Sancionatório, apenas a lei pode estabelecer conduta típica ensejadora de punição, sendo entendimento firme deste STJ que as sanções previstas no Art. 44 da Lei 4.595/64 somente se aplicam às hipóteses expressamente previstas nesse dispositivo. Precedentes: REsp. 1.255.987/PR, Rel. Min. HERMAN BENJAMIN, DJe 13.4.2012 (...)”.

¹⁰⁹ BNDES. Quem somos. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos>>. Acesso em: 7 de julho de 2017.

peculiar de atuação do banco, voltado ao objetivo último de desenvolvimento econômico nacional, possui grande potencial para o emprego do método do *swap*.

Sendo a carteira do BNDES composta por créditos de variadas espécies e por participações societárias em outras companhias, administradas na figura da subsidiária BNDES Participações S.A., vê-se a possibilidade de manutenção e circularização de posições de ambas as naturezas, desde que conformes à *raison d'être* do Banco.¹¹⁰

Mostra-se necessário, pois, levar em conta a individualidade normativa incidente aos atores típicos do mercado financeiro, cuja posição acionária nas companhias devedoras é regulada de maneira especial, distinta da dos demais agentes econômicos.

3.8. Íterim negocial e a consumação da operação

Deve-se ter em mente que os variados elementos - sejam eles legais, regulatórios, financeiros ou comerciais - que marcam os negócios de conversão exigem a atuação conjunta e coordenada de variados especialistas, tanto por parte dos credores diretos e demais *stakeholders* da companhia, quanto por parte do próprio devedor. Não é de se estranhar, portanto, pela alta complexidade do negócio, que o acordo leve um período de tempo razoável para ser devidamente compactuado entre os sujeitos.

O período de *workout*, ou o período que engloba a negociação do contrato até o fechamento formal do negócio¹¹¹, deve ser considerado como um fator fundamental a ser pensado enquanto na negociação do *swap*, já que a demora para a finalização pode comprometer o sucesso do plano em sua integralidade. Há, nestes termos, um grande risco associado ao tempo para a conclusão das tratativas.

¹¹⁰ Percebe-se, quanto às escolhas adotadas pelo BNDES, a proliferação de vultuosas e variadas críticas, fundadas nos mais diversos argumentos, seja em relação às empresas nas quais o Banco mantém participação, à reciclagem de sua carteira e aos lucros e prejuízos associados às suas operações. Evitando entrar nesta seara, sugere-se a leitura de “*A Verdade sobre o BNDESPar*”, de Luciano Coutinho, disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5000726/verdade-sobre-bndespar>>. Acesso em: 02 de julho de 2017.

¹¹¹ Não se deve confundir o fechamento (*closing*) – ou momento no qual as provisões passam a gerar efeitos jurídicos - com a assinatura material dos termos do negócio. Apesar deles poderem ocorrer simultaneamente, não é incomum que o fechamento seja diferido a datas posteriores à assinatura.

Nestas condições, pode ser de interesse dos sujeitos manter uma *staged transaction*, em contraposição a uma em *one-step*, quando houver relevante insegurança acerca dos efeitos futuros da operação, como, por exemplo, a erupção de contingências futuras consideráveis. (SHERMAN, 1998). A divisão da operação em variadas fases – e não em apenas um único momento procedimental - deste modo, pode se apresentar como um catalizador do negociado.

Ainda em relação ao intervalo de duração da operação, é razoável que as partes compactuem *covenants* para moldar a maneira como se comportarão ao longo do íterim do negócio. Assim, deseja-se alinhar as expectativas dos agentes – estabelecendo direitos e obrigações multilaterais, de fazer ou não fazer - limitando, por exemplo, os atos de administração das partes àqueles ordinários, usual e historicamente praticados, como os relacionados ao nível de endividamento, venda de ativos, distribuição de dividendos, *et. al* (BAINBRIDGE, 2012).

Ademais, cláusulas estabelecendo condições prévias para o fechamento do negócio - como a obtenção da anuência de *stakeholders* estratégicos ou a aprovação da operação pelos órgãos reguladores - podem assumir a qualidade de cláusulas de condição suspensiva, fazendo com que os efeitos finais almejados apenas sejam alcançados com a devida prática dos atos discriminados. O regime jurídico incidente a estas provisões contratuais encontra-se disciplinado nos Arts. 121 e ss. da Lei Civil¹¹². O contrato de *swap*, em específico, como consequência, poderá ter seu efeito suspenso caso as partes não cumpram com as condições de fechamento, resguardando-se a incidência do respectivo regime de responsabilidade civil e/ou contratual.

Ainda, deve-se ter sob consideração que:

The often-long period between execution of the acquisition agreement and the closing, caused by the need for multiple approvals from third parties, government authorities, and shareholders, leads to the risk of material changes in the seller's business in the pre-closing period. It may also lead to changes in the buyer's business (CARNEY, 2009).

¹¹² Acerca da qualidade destas cláusulas, insta saber que condição “é a cláusula que subordina o efeito do negócio jurídico, oneroso ou gratuito, a evento futuro e incerto. (...) Será suspensiva a condição se as partes protelarem, temporariamente, a eficácia do negócio até a realização do acontecimento futuro e incerto”. (DINIZ, 2004)

As cláusulas MAC, ou *Material Adverse Change clauses*, diante deste cenário, são instrumentos utilizados para proteger o comprador de mudanças materiais no negócio do devedor que afetem seu valor intrínseco¹¹³. Tais disposições suprimem a obrigação dos compradores de finalizarem a operação quando as condições do negócio forem significativamente alteradas. No caso do *swap*, cláusulas MAC podem ser empregadas para barrar a obrigação de conversão quando os devedores, por razões diversas, se distanciarem do paradigma inicial moldado pelos credores durante a estruturação da operação.¹¹⁴

Não seria de se estranhar, ademais, que, diante de um cenário de alta complexidade, as partes desejem conduzir etapas prévias de negociação, como a (i) negociação de uma *letter of intent* e (ii) a realização de uma *due diligence* da devedora.

A primeira situação se justifica pela potencial necessidade de se estabelecer termos básicos prévios, norteadores, ao início das tratativas; de determinar provisões vinculantes – como o impedimento de adotar outros meios de negociação da dívida com terceiros ou a confidencialidade da operação; de estabelecer um vínculo emocional e um comprometimento com o sucesso do negócio de *swap*. Outra razão de igual importância é o interesse em se pactuar cláusulas de representações e garantias – conhecidas no direito norte-americano como *representations and warranties* – a fim de qualificar e alocar as responsabilidades dos sujeitos pelos respectivos fatos declarados. Estas cláusulas podem, ainda, ter seus efeitos estendidos para momentos posteriores ao fechamento da negociação (*post closing survival periods*), a critério das partes. Já a segunda seria previsível quando fosse indispensável - dadas

¹¹³ Os parâmetros para a categorização de um evento como material, ou a exemplificação de eventos concretos que se enquadrem na categoria da materialidade, são, em geral, abordados no tópico de definições dos contratos de aquisição de valores mobiliários. A objetividade interpretativa para a configuração da materialidade é fundamental para que as cláusulas MAC atuem em conformidade ao esperado.

¹¹⁴ Como exemplo, pode-se citar, como hipóteses de alteração substancial da situação econômico-financeira da companhia, a alienação de seus ativos estratégicos – também chamados de joias da coroa (*crown jewels*) - ou a declaração judicial de pertencimento do ativo a um terceiro – caso de evicção. Interessante notar, ainda, a possibilidade de aplicação do instituto dos vícios redibitórios, disciplinados nos Arts 441 e ss. do Código Civil, além do instituto do erro como defeito do negócio jurídico (Arts. 138 e ss. do mesmo diploma), para salvaguardar – cumulativamente ou não com as cláusulas MAC - a situação inicial negociada pelas partes (BOTREL, 2014). Sobre os primeiros, deve-se entender por vícios redibitórios os “defeitos ocultos que afetam a coisa transferida nos contratos comutativos, tornando-a inadequada ao fim a que se destina ou diminuindo-lhe, sensivelmente o valor. (...) [tendo como fundamento o] princípio da garantia, segundo o qual, o alienante, ao celebrar o contrato, compromete-se a garantir o perfeito estado da coisa, assegurando-lhe a incolumidade, as qualidades anunciadas e a adequação aos fins propostos” (SOUZA et al., 2017). Sobre o último, “o erro é a falsa noção da realidade que atinge a vontade do declarante, fazendo com que ela se externe de modo diverso do que ocorreria se o conhecimento fosse correto (...). Tanto a ignorância – o total desconhecimento da realidade – quanto sua deficiente compreensão (erro propriamente dito) acarretam as mesmas consequências. Nos dois casos, o negócio é anulável, pois o agente não o realizaria se conhecesse a realidade ou se a compreendesse adequadamente” (JÚNIOR, 2007).

características institucionais dos credores ou a incerteza sobre aspectos fundamentais do devedor, derivada, *e.g.*, do fato de se tratar ou não de uma companhia aberta, dentre outras razões - conhecer "the benefits and the liabilities of a proposed acquisition by inquiring into all relevant aspects of the past, present, and predictable future of the business" (REED; LAJOUX, 1999).

Por fim, o período de concretização da operação também está sujeito a restrições de conduta determinadas pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Os chamados atos de *gun jumping*, ou consumação prévia de atos de concentração econômica, são vedados pela agência reguladora, segundo indicação do Art. 88, §3º da Lei 12.529/2011 (Lei de Defesa da Concorrência). Em outras palavras, os atos de concentração, definidos pelo Art. 90 do mesmo diploma, não podem ser realizados antes da análise prévia da operação pelo CADE – quando for imperativamente sujeita à apreciação do órgão - sob pena de multa e nulidade do negócio. Esta vedação encontra igual respaldo no Art. 147, §2º, do Regimento Interno do próprio CADE, segundo o qual:

As partes deverão manter as estruturas físicas e as condições competitivas inalteradas até a apreciação final do Cade, sendo vedadas, inclusive, quaisquer transferências de ativos e qualquer tipo de influência de uma parte sobre a outra, bem como a troca de informações concorrencialmente sensíveis que não seja estritamente necessária para a celebração do instrumento formal que vincule as partes.

É de suma importância, pois, que, ao longo das tratativas negociais, os agentes não realizem quaisquer atos que ensejariam a conformação da conduta à prática proibitiva de *gun jumping*, a fim de evitar a intervenção negativa do agente regulador e a penalização dos atos.

Não se deve desconsiderar que o período de negociação deve ser marcado por esforços das partes em confluência à boa-fé. Este instituto, que assume posição central como um princípio do direito e como regra de interpretação dos negócios jurídicos (Art. 113)¹¹⁵, há

¹¹⁵ Em se tratando da chamada boa-fé objetiva, em contraposição à subjetiva, cuja marca é um estado de fato ou de crença, está-se a traduzir um instituto, ou modelo jurídico, que indica "(i) uma estrutura normativa dotada de prescritividade; (ii) um cânone de interpretação dos contratos e (iii) um standard comportamental" (MARTINS-COSTA, 2015)

de ser fomentado pelos agentes ao longo de todo o íterim de negociação e subsequente contratualização.

Do exposto, para obstar que as operações de *swap* sejam incapazes de atingir seu objetivo primário, faz-se importante envidar diligências prévias para minimizar os riscos possíveis, condicionados às variáveis restritivas de tempo e capital disponíveis.¹¹⁶

3.9. Companhias listadas em bolsa de valores

As considerações tecidas até o presente momento se aplicam, de maneira geral e padronizada, às sociedades anônimas abertas e fechadas – e, em certa medida, às sociedades limitadas – sem relevantes e fundamentais diferenças práticas. Contudo, para melhor esclarecer o instrumento do *swap*, que pode vir a ser utilizado em sociedades listadas em bolsa de valores, faz-se necessário explorar algumas das particularidades dessas companhias.

Primeiramente, deve-se entender por sociedades abertas, em contraposição às fechadas, como aquelas cujos valores mobiliários de sua emissão estejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, conforme redação do Art. 4º da Lei das S.A e Art. 22 da Lei nº 6.385/76. Tecendo comentários sobre este último dispositivo,

No Brasil, em termos conceituais (...) a companhia será aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de bolsa ou de balcão de valores mobiliários (...). Parte da doutrina sustenta, com razão, em nosso entender, que a diferença entre os subtipos – aberta e fechada – é de ordem substancial, isso é, de qualidade, de tal modo que o regime jurídico da companhia aberta acaba por extrapolar o campo de abrangência do Direito Societário, migrando para o universo do mercado de capitais, marcado por uma racionalidade institucional e de proteção à poupança popular que lhe é bastante peculiar (CORDONIZ; PATELLA, 2015).

¹¹⁶ Digno de nota que pode ser do interesse das partes a previsão adicional de outras cláusulas usualmente encontradas em contratos de transferência de valores mobiliários. Pode-se citar como exemplo a cláusula de comunicação entre as partes, legislação aplicável, penalidades contratuais, garantias, responsabilidade e solução de controvérsias.

Esse tipo de sociedade, por ser objeto de interesse de uma quantidade significativamente maior de *stakeholders*, é alvo de um conjunto regulatório específico, adicionalmente às normas até então levantadas.

Além de disposições especiais difundidas na própria Lei das S.A., regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e de reguladores de mercado, como a Bolsa de Valores de São Paulo, marcam o aparato especial de normas incidentes às companhias abertas.

Com vistas a elucidar determinados eventos particulares a estas companhias, e tendo em mente que as diferenças jurídicas possíveis a serem levantadas ensejariam um árduo esforço comparativo - cujo resultado marginal não justifica a extensa análise – pode-se citar: (i) necessidade de realização de uma oferta pública de aquisição (OPA); (ii) a divulgação de fatos relevantes; (iii) ilícitos de mercado, (iv) o impacto do preço das ações negociadas em bolsa; (v) e o percentual mínimo de ações em circulação;

(i) A oferta pública de aquisição (OPA) é:

A oferta na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações, a preços e prazos determinados, respeitando determinadas condições. O objetivo das OPAs é oferecer a todos os acionistas, em igualdade de direitos, a possibilidade de alienar as suas ações em situações que normalmente envolvem mudanças na estrutura societária da companhia (CVM, 2014).

Sejam elas voluntárias ou obrigatórias, sendo as últimas regulamentadas pela Lei 6.404/76, as OPAs, nas suas variadas espécies - OPA para cancelamento de registro, OPA por aumento de participação, OPA por alienação de controle, OPA voluntária, OPA para aquisição de controle de companhia aberta e OPA concorrente - devem respeitar os procedimentos estabelecidos pela autarquia reguladora, notadamente na instrução CVM 361/2002.

No caso específico do *swap*, projeta-se a formalização da OPA para cancelamento de registro – no caso dos antigos credores, agora acionistas, desejarem suprimir a negociação pública das participações da companhia adquirida, como estratégia inserida no plano de reestruturação empresarial – disciplinada no Art. 4º, §4º¹¹⁷, da

¹¹⁷ Por cancelamento de registro entende-se o “procedimento mediante o qual uma companhia aberta torna-se fechada, inviabilizando a negociação dos valores mobiliários de sua emissão no mercado de valores mobiliários”.

LSA. Ainda, pode-se arquitetar o cenário de OPA por alienação de controle – quando for caracterizada a alienação do controle da companhia por emissão de uma quantidade de ações suficientes para tanto, derivadas das dívidas convertidas, pela permuta com as ações de titularidade da própria companhia ou com as ações dos acionistas anteriores, que desejaram negociar conjuntamente a venda da participação - disciplinada no Art. 254-A da LSA¹¹⁸, ou, ainda, de OPA voluntária, realizada por livre arbítrio dos ofertantes.

- (ii) Outra importante regra incidente às companhias desta espécie e que acometem, por consequência, o contexto especial do *swap*, diz respeito ao dever de informar dos administradores da companhia aberta. Conforme redação do Art. 157, §4^{o119}:

Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

A CVM, em seu turno, detalha com maior precisão a natureza dos chamados fatos relevantes, no âmbito da ICVM 358/2002, entendendo-os como informações que

Caso os acionistas optem por esta ação, as normas objetivas imperativas de estruturação da oferta pública de fechamento devem ser seguidas. Tais regras possuem como objetivos fundamentais “(i) conferir aos minoritários titulares de percentual relevante de ações a possibilidade de impedir o fechamento de capital da companhia; e (ii) assegurar a todos os minoritários a possibilidade de alienar suas ações por preço conveniente, de sorte a não compeli-los a manterem-se acionistas de uma companhia cujas ações não possuam liquidez no mercado e que não esteja obrigada a prestar informações mínimas aos investidores” (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002).

¹¹⁸ A oferta pública do dispositivo referido “é obrigatória por ocasião da alienação do controle de qualquer companhia aberta, independentemente de quais valores mobiliários de sua emissão são objeto de negociação pública”, sendo o controle acionário definido no Art. 116 do próprio diploma. Sobre os destinatários da oferta, são eles “todos os titulares de ações com direito de voto que não integram o bloco de controle”. Por fim, “cabe notar que a nova lei confere uma acepção ampla à expressão alienação do controle acionário, para nela também incluir casos em que não há venda direta do conjunto das ações que compõem o bloco de controle, uma vez que o critério decisivo é o da aquisição do controle; assim, são aplicáveis as normas do Art. 254-A, caput e parágrafos, em casos de alienação indireta do controle, assim como em casos de alienação por etapas, em que não ocorre alienação de bloco de controle, desde que a operação, em seu conjunto, resulte em aquisição onerosa do controle acionário” (Idem).

¹¹⁹ Sobre a distinção entre atos e fatos relevantes, são os primeiros “as deliberações da assembleia geral e dos órgãos de administração da companhia”. Os segundos são “os acontecimentos que, independentemente dessa vontade social legitimamente manifestada, interferem de maneira decisiva nos negócios sociais”. A noção de relevância, em seu turno, engloba qualquer ato ou fato que “puder ser levado em conta pela coletividade dos investidores comuns e, portanto, não profissionais, na sua decisão de adquirir, alienar ou manter sua posição anterior, no que respeita aos valores mobiliários emitidos pela companhia” (CARVALHOSA, 2014).

possam influir de modo ponderável (i) “na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados”; (ii) “na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários”; “(iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”.¹²⁰

A conversão de dívidas em participação societária pode ser facilmente enquadrada como um fato relevante, imprescindível de ser divulgado ao mercado. Tanto é assim que, mesmo desconsiderando a subsunção da regra geral de tipificação, ao se analisar os exemplos de fatos relevantes elencados no parágrafo único do Art. 2º da citada instrução, tais como os dos incisos II, III, VII, IX, XI, *et al.*, a operação de *swap* pode ser enquadrada na categoria de fato relevante e deve, portanto, ser devidamente informada ao mercado.

- (iii) A vedação, e até mesmo criminalização, de determinadas práticas dos agentes participantes do mercado de capitais, na esfera legislativa ou administrativa, é uma tentativa de se estabelecer uma maior segurança nos mercados e de se proteger os interesses do público investidor¹²¹. À parte das diversas vedações de conduta, originalmente referenciadas pelas disposições da ICM 08/107 – aglomeradas nos conceitos de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preços, operação fraudulenta e prática não equitativa – deve-se prestar especial atenção ao ilícito de utilização de informação privilegiada, ou *insider trading*, intrinsecamente relacionado com a matéria de divulgação de fatos relevantes associados à operação de *swap*. Nesse contexto, deve-se ter sob consideração que:

¹²⁰ Acerca do termo investidor, buscando dar maior clareza à definição positivada em lei, pode-se entender que: “(22) o investidor de mercado deve ser entendido como um conceito abstrato, ainda que elaborado a partir do comportamento dos investidores concretos; (23) Como investidor de mercado são consideradas, em princípio, as pessoas que negociam com o intuito de lucro; (24) O conceito de investidor de mercado abrange tanto investidores de longo prazo quanto especuladores. (...) (25) Investidores qualificados são também considerados investidores de mercado para fins do dever de divulgar fato relevante; (26) A referência específica a investidores de mercado pode ser interpretada de modo a limitar sua abrangência apenas às pessoas que negociam (i) habitualmente no mercado de valores mobiliários, (ii) nos mercados regulamentados, excluindo negociações privadas ou, ainda, (iii) no mercado para os valores mobiliários do emitente em particular” (MOTA, 2013).

¹²¹ Especificamente quanto ao bem jurídico protegido pelos tipos penais no mercado de capitais: “Partindo-se da Teoria pessoal do bem jurídico desenvolvida por Hassemer, identificou-se como bem jurídico nos crimes contra o Mercado de Capitais os interesses patrimoniais do público investidor – compreendido como os investidores efetivos e futuros -, como sendo a proposta mais adequada quanto à necessidade de vinculação a um referente antropocêntrico. Não se trata, todavia, de um bem jurídico individual; mas sim supra individual, que guarda uma relação – ainda que mediata – com bens de natureza individualizada” (ALONSO, 2009).

Informação é essencial para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários e a correta formação do preço dos ativos nele negociados. Para possibilitar a igualdade de oportunidades aos participantes deste mercado e impedir que a assimetria de informação entre *insiders* e os demais investidores beneficie aqueles que possuem informação privilegiada, há disciplina jurídica específica para coibir a prática de *insider trading*. (PRADO; VILELA, 2015).

No direito brasileiro, está-se a falar das vedações da Lei 6.404/76, disciplinadas no Art. 155, §1º e §4º, Art. 117, da Instrução CVM 31/1984 e CVM 358/2002, e do Art. 27-D da Lei 6.385/76, cada qual abordando sujeitos, objetos e consequências distintas¹²².

O que se pretende demonstrar nesta reflexão é o impacto que o *swap* pode ter ao envolver informações tidas como relevantes pelas normas regulamentadoras de mercado. Além do dever de informá-lo, a negociação de valores mobiliários na posse da informação não divulgada pode ser o princípio de um processo sancionador, administrativo ou criminal, em face dos beneficiados pelo uso da informação – incluindo, não exaustivamente, os administradores da companhia devedora, seus credores ou acionistas.

- (iv) A demora para a finalização dos termos da operação e a posterior produção de efeitos jurídicos pode ser um fator especialmente relevante nos casos de companhias abertas devedoras negociadas em bolsa, quando a operação de *swap* respaldar o valor das ações a serem emitidas ao parâmetro de preço de negociação *spot* de mercado. Como há uma alta volatilidade no mercado de ações, o negócio, se depender de variáveis determinadas por este universo, estará sujeito a um gradativo risco quando a operação demorar a se consumar.

¹²² Sobre as variâncias nos âmbitos normativos, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik dispõem que “o Art. 27-D cria o crime de uso indevido de informação privilegiada, que se caracteriza quando o agente utiliza informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva guardar sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários”. A Lei das S/A, em seu turno, adotou o padrão norte-americano de *disclose or refrain from trading* apenas para os administradores da companhia aberta. Já a Instrução ICVM nº31/84 e, mais recentemente, a ICVM nº 358/2002, ampliaram e disciplinaram “as pessoas que podem ser consideradas *insiders* para os efeitos de proibir *insider trading*” (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002).

- (v) A necessidade de manutenção de um percentual mínimo de circulação de 25% das ações de companhias listadas, conforme regra da Bolsa de Valores de São Paulo¹²³, comumente conhecido como *free-float*, também é uma variável importante a ser considerada no design da estrutura de capital da empresa devedora após a conversão da dívida em capital social.

Em resumo, tratando-se de *swap* envolvendo empresa devedora do tipo sociedade anônima de capital aberto, com valores mobiliários negociados publicamente em mercado, a estrutura do negócio deve ser pensada para se conformar às normas imperativas especiais incidentes ao caso.

Independentemente de todas as dificuldades apontadas, o *swap* de *debt* por *equity*, em abstrato, se conforma à estrutura legal brasileira.

Portanto, apresenta-se a conversão como uma política válida e eficaz de reorganização empresarial que garante às partes a possibilidade de estruturarem um *turnaround* da crise econômico-financeira enfrentada. Deste modo, a tentativa de evitar que a companhia seja liquidada – gerando consequências potencialmente negativas para os *stakeholders* envolvidos –, através da utilização deste instrumento, além de viável e querida, dispõe de espaço manifesto no universo negocial doméstico.

¹²³ No presente momento, este parâmetro se aplica apenas para as companhias listadas nos segmentos Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, não se estendendo para o chamado Nível Básico. Para maiores informações, ver: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 01 de outubro de 2017.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

“Debt to equity swaps can be complex and time-consuming and they should not be seen as a panacea for all of a company’s financial problems. Any decision to proceed with a debt to equity swap should therefore involve a review of the potential benefits that may arise, which should exceed the costs involved if it is to be a worthwhile exercise. Alternatives should also be considered before proceeding down this restructuring route”.
(FOX; THOMPSON, 2009)

Apresentou-se, ao longo deste estudo, a lógica por trás das operações de *swap*, incluindo sua estrutura geral, consequências típicas, riscos, custos, vantagens e desvantagens comumente associadas à conversão.

Abordou-se, igualmente, diversos pontos de contato da operação com a regulação jurídica, interpretando-se o direito contemporaneamente positivado, conjuntamente às indicações doutrinárias e práticas de mercado, em referência à troca de dívida por participação societária.

Frente ao problema impulsionador do estudo, formulado no início da monografia - circunscrito nas arestas do preenchimento das lacunas exegéticas derivadas da não exaustividade legislativa, doutrinária, jurisprudencial e literária sobre o tema – buscou-se expandir, e difundir, a compreensão sobre o tema no contexto local, com pretense sucesso.

Quanto à aparente difusão embrionária do *debt-equity swap* – estímulo adicional ao aqui exteriorizado exercício intelectual – pode-se, agora, afirmar ser ela associada aos seguintes elementos: (i) desconhecimento ou incompreensão da operação de *swap* pelos atores domésticos interessados; (ii) presença de uma regulação ainda escassa e imatura sobre o tema, que não corrobora para um cenário de garantia à segurança jurídica das partes envolvidas; (iii) fatores culturais que ditam o estímulo a meios alternativos de solução das dificuldades enfrentadas pela companhia, em substituição à conversão; (iv) e concentração incipiente de empresas com características que permitam a difusão *in loco* do instrumento de *swap*.

Isto posto, e com o objetivo final de equilibrar as expectativas nutridas ao longo do estudo, retoma-se algumas das conclusões derivadas na extensão do trabalho:

- (i) As medidas de conversão de débito em participações ocorrem, usualmente, quando propostas ordinárias de reorganização – extensão do termo da dívida, renegociação das taxas de juros, reestruturação das áreas vitais do próprio devedor, dentre outras – não se apresentam viáveis;
- (ii) Os *swaps* encontram um espaço favorável de pactuação nos casos em que as companhias (i) estão enfrentando dificuldades ordinárias para operar, sendo a troca uma das poucas soluções para evitar o processo de insolvência; (ii) buscam alterar seus *debt/equity ratios* ou seus *debt-service coverage ratio (DSRC)*, como parte de uma exigência imposta por seus financiadores ou por órgãos reguladores; e (iii) passam por processos de recuperação judicial;
- (iii) Há uma marcante proliferação do *swap* como instrumento de gestão da crise empresarial, seja como instrumento de mercado ou enquanto inserido em processos falimentares, sobretudo em países desenvolvidos;
- (iv) A história de diferentes países, e de companhias neles sediadas, através da participação ativa do Estado, é marcada pelo emprego do instrumento de *swap*. Nestes casos, o *swap* é utilizado como um instrumento catalizador para a superação de crises generalizadas em setores múltiplos das economias nacionais;
- (v) Os negócios de *swap* são capazes de gerar valor substancial para os *stakeholders* envolvidos, em especial para os antigos acionistas, os credores da companhia e, também, para o Estado;
- (vi) À parte das vantagens, os negócios de *swap* não são ausentes de potenciais desvantagens, gerando riscos de variadas naturezas aos seus pactuantes, que elucidam o fato do *swap* ser, como qualquer operação de mercado, eivado de incertezas e latentes prejuízos;

- (vii) Existem custos próprios à pactuação do *swap*, essencialmente (i) o custo de oportunidade dos credores que optaram por realizar o *swap*, abrindo mão de outras vias de recuperação do crédito. Este custo também pode se manifestar na impossibilidade de desfazimento posterior da participação nas sociedades devedoras; (ii) os custos de transação relacionados às próprias negociações das tratativas da operação e, também, após o negócio de conversão; (iii) o custo de manutenção de uma companhia ineficiente no mercado;
- (viii) O *swap* não é um emplasto para todos os males enfrentados pelas companhias. Seja pelas suas dificuldades legais de materialização, suas consequências societárias ou simplesmente pela peculiaridade do contexto negocial, outros instrumentos de reestruturação podem ser empregados. Um dos meios alternativos é a renegociação do termo da dívida (*rescheduling*), seguida de um refinanciamento e/ou da mudança de sua natureza e de seus lastros garantidores. Pode-se, ainda, empregar meios genéricos de financiamento, como o *sale and leaseback*, o *venture capital* e a antecipação de recebíveis, via *factoring* ou desconto bancário. A gestão da crise não se limita à utilização de instrumentos de natureza financeira. Técnicas de estratégia empresarial podem ser também utilizadas, englobando atividades como diferenciação e modificação dos produtos do portfólio da empresa, *downsizing*, entrada ou saída de mercados consumidores, crescimento orgânico e inorgânico, dentre outras;
- (ix) Há previsão na Lei das Sociedades por Ações que suporta a conversão de débito em participações. Não há impedimento para que a integralização do capital, pelos novos *shareholders*, se dê por meio do abatimento do passivo da empresa devedora;
- (x) As companhias devedoras podem preferir avaliar o débito pelo valor constante nos seus livros, decisão que corrobora com os princípios da contabilidade empresarial e da adequação de capital. Ademais, este método de avaliação é muito mais rápido e menos dispendioso para as partes;

- (xi) Pode-se propor a divisão estrita da dívida total convertida pelo valor de cada ação para se chegar ao número de ações a serem emitidas, como uma medida que procura atingir o ponto ótimo da quantidade total de ações no procedimento de conversão, considerando o interesse de manutenção de participação dos *shareholders* da companhia e o interesse de controle por parte dos credores da sociedade. Esta prática pode ser complementada pela adoção de uma razão particular de ajuste de conversão para os valores de dívida em capital social;
- (xii) Há critérios legais objetivos e mandatórios que devem ser observados no momento de precificação das ações e modelagem da operação, conjuntamente à avaliação do total do crédito correspondente e à quantidade de ações emitidas;
- (xiii) Antes de procederem à emissão de *equity*, as companhias podem optar por reduzir seu capital social, gerando incentivos de entrada para os novos investidores. Ao diminuírem o peso relativo das participações possuído pelos antigos *shareholders*, se torna mais fácil adquirir, subsequentemente, o controle da companhia, já que o valor dos créditos, nesta ocasião, enseja, proporcionalmente, maior direito de participação;
- (xiv) A redução, ou aumento, do capital social para a performance do *swap* não é matéria que garante, à primeira vista, ao acionista dissidente, frente à decisão da Assembleia-Geral, reembolso pelo valor de suas ações, por não acender riscos de descapitalização massiva da sociedade e de afronta ao princípio da irrevogabilidade do capital social, e por não haver previsão legal expressa que permita a subsunção dos casos legais à operação. No entanto, dada a flexibilidade e amplitude de cenários que podem envolver o *swap*, seja na configuração *a priori* da sociedade, seja na configuração *a posteriori* da operação, é possível que se materialize situação ensejadora do direito de retirada;

- (xv) Majoritariamente, ações ordinárias serão emitidas no procedimento de conversão, de uma ou mais classes, em contraposição a ações preferenciais ou de fruição, uma vez que o credor buscará seu crédito através da reestruturação da empresa devedora pelo exercício do poder de controle. No entanto, é possível que, para concretizar os interesses múltiplos das partes e para atender às especificidades do contexto, a troca seja realizada por meios alternativos, como por debêntures conversíveis em ações, pela emissão de *warrants* pela companhia em favor do credor, pela escolha por ativos específicos da companhia do interesse dos credores ou, ainda, por *spinoffs deals*;
- (xvi) Como um instrumento capaz de formalizar desejos e anseios de diferentes espécies, conformando os interesses dos *stockholders* às matérias que possam afetar o sucesso do *debt equity swap*, e dada a flexibilidade da conjuntura do negócio, é possível a pactuação de acordos de acionistas de bloqueio, de voto e de controle para desenhar um cenário de alocação efetiva dos riscos e expectativas envolvidas na operação;
- (xvii) O direito de preferência dos antigos acionistas é um mecanismo de proteção para evitar a diluição da participação dos sócios pelo aumento do capital social, garantindo a possibilidade de subscrição de ações para a preservação do percentual de participação na sociedade. Contudo, o exercício da preferência não ocorrerá de maneira imperativa, estando sujeito às determinações ditadas pelo Estatuto Social das companhias e ao seu exercício facultativo;
- (xviii) Diversos instrumentos, visando, dentre outros motivos, a proteção dos interesses dos credores, da companhia ou dos acionistas foram redigidos pelo legislador. Para que as deliberações necessárias à materialização do *swap* não sejam eivadas de qualquer vício, os agentes decisores devem respeitar os parâmetros de tomada de decisão disciplinados na Lei das S.A., além de outros instrumentos aplicáveis;

- (xix) O contexto do *swap*, quando tangenciado pelas funções dos cargos de administração, há de ser tratado sob a mesma ótica de outras questões ordinárias da administração da sociedade, de tal modo que os administradores devem agir em favor dos interesses gerais da companhia. Ainda, sob outra ótica, o *swap* pode ser uma forma eficiente para os administradores livrarem-se de potenciais responsabilidades pela sua insolvência, ao evitarem que a sociedade sofra prejuízos de ordem econômica;
- (xx) O *swap*, através da emissão de novos valores mobiliários, alteração estatutária e tomada de decisões e políticas correlacionadas, é capaz de diminuir exponencialmente os valores das participações anteriores dos acionistas da companhia, causando-lhes danos ou prejuízos. Ações do controlador que não se conformem à lógica de beneficiamento da sociedade podem ser questionadas à luz do diploma societário, de tal sorte que a operação restará prejudicada;
- (xxi) Em variadas situações, instituições financeiras, ao exercerem seu papel de mediadoras de crédito no mercado, acabam por se tornar grandes credores de companhias em dificuldades econômicas. Nestes casos, a conversão de débito por participação pode encontrar empecilhos adicionais – como a limitação legal à participação em outras companhias e à concessão de crédito - tendo em mente a particularidade normativa a que se sujeitam estes agentes;
- (xxii) Pela alta complexidade do negócio de *swap*, é razoável que o acordo leve um período de tempo significativo para ser devidamente compactuado entre os sujeitos. O período de *workout*, ou o período que engloba a negociação do contrato até o fechamento formal do negócio, é um fator de consideração fundamental. Para obstar que as operações de *swap* sejam incapazes de atingir seu objetivo primário, faz-se importante envidar diligências prévias para minimizar os riscos possíveis, condicionados às variáveis restritivas de tempo e capital disponíveis;

(xxiii) Tratando-se de *swap* envolvendo empresa devedora do tipo sociedade anônima de capital aberto, com valores mobiliários negociados publicamente em mercado, a estrutura do negócio deve ser pensada para se conformar às normas imperativas especiais incidentes ao caso. Dentre as diferenças alçadas, cita-se a realização de oferta pública de aquisição (OPA), a divulgação de fatos relevantes, a existência de ilícitos de mercado, o impacto do preço das ações negociadas em bolsa e o percentual mínimo de ações em circulação;

(xxiv) A conversão é uma política válida e eficaz de reorganização empresarial que garante às partes a possibilidade de estruturarem um *turnaround* da crise econômico-financeira enfrentada. A tentativa de evitar que a companhia seja liquidada, através da utilização deste instrumento, além de viável e querida, dispõe de espaço manifesto no universo negocial doméstico;

A discussão aqui se encerra com a provocação para que seja explorada, com maiores detalhes e segurança, a regulação incidente ao negócio de conversão, em comunhão à literatura temática, não apenas administrativa, mas fundamentalmente jurídica, de natureza doutrinária.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o mercado de capitais*. 2009. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions. Concepts and Insights Series*. New York: Foundation Press, 2012.

BDINE JÚNIOR, Hamid Charaf. *Efeitos do Negócio Jurídico Nulo*. 2007. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

BENHAMOU, Eric. *Swaps: Debt-equity swap*. Swaps Strategy, London, FICC, Goldman Sachs International. Disponível em:

<http://www.ericbenhamou.net/index.php?option=com_content&task=view&id=14&Itemid=30>. Acesso em: 25 de fevereiro de 2017.

BESANKO, David; DRANOVE, David; SHANLEY, Mark; SCHAEFER, Scott. *A Economia da Estratégia*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições: Aspectos estratégicos, estruturas e aspectos societários, aspectos negociais e contratuais e aspectos fiscais*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARNEY, William J. *Mergers and Acquisitions: The Essentials*. New York: Aspen Publishers, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASPARIE, Lauren. *Equitable Subordination: where it applies, what it does, and the Implications that result*. 7 St. John's Bankr. Research Libr. No. 4 (2015).

CAVALLI, Cássio. *Financiamento DIP ou: como financiar empresas em recuperação judicial*. 2016. Veirano Advogados. Disponível em: <http://www.veirano.com.br/por/contents/view/financiamento_dip_ou_como_financiar_empresas_em_recuperacao_judicial>. Acesso em: 19 de março de 2017.

CHATTERJI, Subhrendu. *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*. [s.l.]: Wiley, 2005. 314 p. ISBN 9780470013281 (online). Disponível em: <<http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/homepage/?isbn=9780470013281>>. Acesso em: 14 de abril de 2017.

CLOWRY, Karl. *Debt-for-equity swaps* (2013). Disponível em: <<http://www.banccentraldecatalunya.ch/wordpress/wp-content/uploads/2013/04/Conversion/Conv-013-sample.pdf>>. Acesso em: 1º de março de 2017.

COASE, R. H. *The Nature of the Firm*. *Economica*, vol. 4, no. 16, 1937, pp. 386–405.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do mercado de capitais: Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2015. ISBN 9788576747604 (enc.).

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). *Guia para análise da consumação prévia de atos de concentração econômica*. Brasília: Gabinete da Presidência do Cade, 2015.

CORNELL LAW SCHOOL. *Business Judgment Rule*. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/wex/business_judgment_rule>. Acesso em: 25 de outubro de 2017.

CRAPO, David N. *Using a Debt-For-Equity Swap to Acquire a Distressed Business: The Constar International Bankruptcy as a Case In Point*. 2009. Gibbons. Disponível em: <<http://www.gibbonslaw.com/using-a-debt-for-equity-swap-to-acquire-a-distressed-business-the-constar-international-bankruptcy-as-a-case-in-point-04-07-2009/>>. Acesso em: 19 de março de 2017.

DELOITTE. *Spotlight on Brazil Cross-Border Insolvency: Recuperação Judicial vs. U.S.* Chapter 11. Elaborado em conjunto com: Demarest Advogados, Felsberg Advogados e Morrison Foerster. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/finance/us-advisory->

spotlight-on-brazil-cross-border-insolvency-recuperação-judicial-vs.-us-chapter-11.pdf>.
Acesso em: 19 de março de 2017.

DINIZ, Maria Helena. *Novo código civil comentado*. FIUZA, Ricardo (Coordenador). 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FINANCIAL LAW BOARD. *Debt Equity Swaps under the Commercial Code of Japan*. July 28, 2004. Disponível em: < <http://www.flb.gr.jp/epage/edocument.htm>>. Acesso em: 1º de março de 2017.

FOX, Michael R. ; THOMPSON, Michael . *Debt to Equity Swaps* (2009). Steptoe & Johnson LLP. Disponível em: <<http://www.steptoec.com/publications-6418.html>>. Acesso em: 02 de abril de 2017.

GT INTERAGENTES. *A Responsabilidade dos Administradores e o Dever de Diligência*. 2014. Subgrupo Responsabilidade dos Administradores. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/GT_Interagentes_Responsabilidade_Administradores.pdf>. Acesso em: 25 de outubro de 2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *The Economics of Bank Restructuring: Understanding the Options*. Prepared by the Research Department. Augustin Landier and Kenichi Ueda. August 2012.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.* 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LOBO, Jorge. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. Abrão, Carlos Henrique; Toledo, Paulo F. C. Salles de (Coordenadores). 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016

MALLON, Chris. *The US chapter 11 process* (2012). Disponível em: < <https://www.skadden.com/insights/us-chapter-11-process>>. Acesso em: 26 de fevereiro de 2017.

MANKIWI, N. Gregory. *Principles of microeconomics*. 2ª ed. Fort Worth: Dryden, 2001.

MARQUES, Evy; RUDGE, Vivian Tito; PERRUSO, Filipe. *Capitalização de Créditos*. 2016. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/canais/felsberg/capitalizacao-de-creditos/#.WZmIliiGNPY>>. Acesso em: 20 de agosto de 2017.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das sociedades anônimas: artigo por artigo*. Colaboração de Roberto Papini, David Gonçalves de Andrade Silva. 4. ed. rev.e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS-COSTA, Judith A *boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MCCORMACK, Gerard . *Corporate Rescue Law-an Anglo-American Perspective*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2008.

MOTA, F. A. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. 2013. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Direito Societário Avançado*. 2015. FGV Direito Rio. Disponível em: <http://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/direito_societario_avancado_2015-1.pdf>. Acesso em: 02 de julho de 2017.

NEVES, Sillas Battastini. *Acordo de acionistas: as cláusulas dos acordos de bloqueio*. 2013. Disponível em: <<http://zna.adv.br/acordo-de-acionistas-as-clausulas-dos-acordos-de-bloqueio/>>. Acesso em: 08 de maio de 2017.

PAES, Antonio Tavares. “Brazil's Debt to Equity Swap Program.” *The International Lawyer*, vol. 23, no. 2, 1989, pp. 533–547.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. *Radiografia de Insider Trading na CVM (2002-2014)*. Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos - FGVDireito SP, Fevereiro de 2015. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2600210>. Acesso em: 09 de outubro de 2017.

REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed. *The art of M&A: a merger, acquisition, buyout guide*. 3rd ed. New York: McGraw-Hill, c1999.

RÉGIS, Mário Luiz Delgado. *Novo código civil comentado*. FIUZA, Ricardo (Coordenador). 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

RODERBURG, Jana; SCHMITT, Charlotte. *Germany – Debt-equity-swaps: latest developments of the restructuring and takeover instrument in International Mergers & Acquisitions Review 2012 (Euromoney Yearbooks)*, pp. 30-34.

SCHLOENDORN, Daniel. Guide to Debt Equity Swaps (Rubin ed.). Fordham International Law Journal. Volume 12, Issue 1, 1988, Article 7.

SCHMITT, Charlotte. *Germany – Debt-to-equity-swaps: a reorganisation and takeover instrument in Germany* (2010). Disponível em:

<http://www.gsk.de/uploads/media/Euromoney_2011_M_A_GSK_final_04.pdf>. Acesso em: 26 de fevereiro de 2017.

SEKI, Yuta. *The Use of Debt-Equity Swaps by Japanese Companies* (2002). Disponível em: <<http://www.nicmr.com/nicmr/english/report/repo/2002/2002sum03.pdf>>. Acesso em: 1º de março de 2017.

SHERMAN, Andrew J. *Mergers and Acquisitions from A to Z. Strategic and Practical Guidance for small and middle market buyers and sellers*. 1.ed. New York: Amacon, 1998.

SOUZA, Carlos Affonso Pereira de et al. *Direito dos Contratos*. FGV Direito Rio. Disponível em:

<http://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/direito_dos_contratos_20132.pdf>. Acesso em: 20 de outubro de 2017.

STEINFELD, Edward. *China's Program of Debt-Equity Swaps: Government Failure or Market Failure?* Paper presented for the conference on Financial Sector Reform in China, Sept. 11-13, 2001, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

SZTAJN, Rachel. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo. Junior, Francisco Satiro de Souza; Pitombo, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coordenadores). 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

TOMLINSON, Nick. *MENA Private Equity: Key Shareholders' Agreement Provisions* (2010). Disponível em: <<http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/Tomlinson-KeyShareholdersAgreementProvisions.pdf>>. Acesso em: 15 de agosto de 2017.

VYGOVSKYY, Oleksandr Igorovych. *Debt-To-Equity Conversion: New Opportunities for Restructuring of Joint Stock Companies in Ukraine* (2010). Disponível em:

<http://asterslaw.com/news_media/publications.php?practice_areas=73&PAGEN_1=2>.

Acesso em: 26 de fevereiro de 2017.

WHITNEY, John O. *Taking charge: management guide to troubled companies and turnarounds*. Washington, D.C.: Beard, 1999.