

# Espaço Discente

## A PREVALÊNCIA DA VONTADE DA ASSEMBLÉIA-GERAL DE CREDORES EM QUESTÃO: O *CRAM DOWN* E A APRECIÇÃO JUDICIAL DO PLANO APROVADO POR TODAS AS CLASSES\*

CAROLINA SOARES JOÃO BATISTA,  
PAULO FERNANDO CAMPANA FILHO,  
RENATA YUMI MIYAZAKI e  
SHEILA CHRISTINA NEDER CERZETTI

*1. Introdução. 2. A aprovação do plano de reorganização e o tratamento conferido aos credores à luz do direito estrangeiro: 2.1 O Direito norte-americano: o "Chapter 11 do Bankruptcy Code"; 2.2 O Direito alemão; 2.3 O Direito português. 3. O "cram down" previsto na LRE: interpretação, críticas e contribuições interpretativas: 3.1 A exigência de porcentagens de aprovação: 3.1.1 Interpretação e críticas; 3.1.2 Contribuições à interpretação da lei; 3.2 A "unfair discrimination" e a reunião, na terceira classe de credores, de titulares de créditos díspares: 3.2.1 Interpretação e críticas; 3.2.2 Contribuições à interpretação da lei; 3.3 Ausência de preocupações com a ordem de pagamento de créditos ("fair and equitable rule"): 3.3.1 Interpretação e críticas; 3.3.2 Contribuições à interpretação da lei; 3.3.3 Conclusões quanto à ordem de pagamento de créditos; 3.4 Conclusão. 4. A apreciação judicial do plano aprovado por todas as classes de credores na LRE: 4.1 O "best-interest-of-creditors"; 4.2 A "unfair discrimination"; 4.3 "Best-interest-of-creditors" e "unfair discrimination" cumulados; 4.4 Contribuições interpretativas: "best-interest-of-creditors" ou "unfair discrimination"; 4.5 Contribuições interpretativas: a observância da ordem de pagamento. 5. Conclusão. 6. Bibliografia.*

### 1. Introdução

A aprovação de um plano de recuperação proposto pelo devedor em uma recu-

peração judicial depende, nos termos dos arts. 45 e 58 da nova Lei de Falências brasileira (Lei n. 11.101/2005, a "LRE"), do consentimento das três classes de credores indicadas no art. 41: (i) a de detentores de créditos trabalhistas ou decorrentes de aci-

\* Os autores agradecem ao Centro de Estudos de Direito Falimentar e Recuperação de Empresas do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP, criado pelo convênio celebrado com a Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça, pelo fornecimento de bolsas de

estudo e material de pesquisa, e ao Prof. Dr. Eduardo Secchi Munhoz pelas contribuições feitas ao presente artigo.

dente de trabalho, (ii) a de credores com garantia real, e (iii) a de credores quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinado.

A aceitação do plano pela classe dos credores trabalhistas e detentores de créditos decorrentes de acidente de trabalho se dá com a aprovação pela maioria simples dos credores presentes no ato da votação, independentemente do valor dos créditos. Nas outras classes, exige-se que a maioria simples também concentre mais da metade do valor total dos créditos presentes no ato.

Além disso, a LRE permite que o magistrado, em algumas circunstâncias, conceda a recuperação mesmo quando uma das classes rejeita o plano.<sup>1</sup> Esse mecanismo, denominado *cram down* pelos norte-americanos, destina-se a permitir que o juiz interfira no processo de avaliação do plano de reorganização, desde que observados os requisitos e critérios estabelecidos na lei.<sup>2</sup> A recente introdução na lei brasileira da possibilidade de o juiz, com vistas à homologação do plano, superar o veto de uma classe de credores merece estudos detalhados, na medida em que constitui assunto inédito no direito nacional e não foi tratado de forma completa pelo legislador.

Apesar de a lei conceder ao juiz o importante poder de superação do veto de uma classe, ela confere atribuições muito restritas para que ele intervenha no mérito dos planos de reorganização nos casos em que todos os grupos de credores concordaram com a proposta do devedor. A possibilidade de intervenção, contudo, não pode ser tão restrita porque a conduta do devedor e dos credores pode revelar situações injustas a demandar a atuação do Estado-juiz. Em primeiro lugar, pode haver um plano

de reorganização aprovado por todas as classes e que (i) estipule o tratamento diferenciado de credores pertencentes à mesma classe ou (ii) inverta a ordem de pagamento, favorecendo as classes hierarquicamente subordinadas. Nesses casos, pode-se questionar se o juiz é obrigado a aprovar esse plano, mesmo que ele esteja em dissonância com a regra da *par conditio creditorum*. Em segundo lugar, é possível que um credor participe de mais de uma classe e abuse do seu direito de voto em seu benefício e em detrimento daqueles que detêm pouca representatividade. Em situações como essa, cabe indagar se o juiz pode intervir para proteger os credores prejudicados ou se deve apenas homologar o plano sem proceder a qualquer análise.

Todos esses questionamentos envolvem um tema central que diz respeito à possibilidade de o juiz, após balizada análise do tratamento conferido aos credores pelo plano de recuperação, não homologar a decisão da assembléia-geral de credores acerca do plano. Esse assunto envolve tanto a discussão acerca da proteção da classe dissidente à aprovação do plano quando da superação do seu veto por meio do mecanismo do *cram down* (item 3 infra) quanto a proteção de cada um dos credores afetados nas situações em que todas as classes concordam com o plano em voga (item 4 infra).

Essas são as duas matérias que o presente estudo busca tratar. Pretende-se, ainda, contribuir para a interpretação dos dispositivos legais relacionados a cada uma dessas matérias. Da mesma forma, procura-se, mediante a exposição de novas interpretações, trazer coerência à LRE, permitindo que o objetivo de preservação da empresa declarado no seu art. 47 encontre reflexos nas regras relacionadas à aprovação do plano de recuperação judicial.

Cabe ressaltar, ainda, que as soluções interpretativas apresentadas no presente trabalho devem ser consideradas em conjunto, sendo que a utilização parcial das pro-

1. Sobre o tema, v. anotações de E. S. Munhoz, in F. S. de Souza Júnior e A. S. A. de M. Pitombo (coords.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, pp. 283-289.

2. "The process of obtaining confirmation of a plan over the objection of a class is called *cram down*" (D. G. Baird, *Elements of Bankruptcy*, 3ª ed., p. 199).

postas abaixo indicadas pode levar a resultados prejudiciais.

Parece importante, assim, iniciar a abordagem mediante o estudo do assunto sob o ponto de vista do direito comparado.<sup>3</sup>

## 2. A aprovação do plano de reorganização e o tratamento conferido aos credores à luz do direito estrangeiro

### 2.1 O Direito norte-americano: o "Chapter 11 do Bankruptcy Code"

Nos Estados Unidos, o *Bankruptcy Code* de 1978 prevê cinco tipos diferentes de processos falimentares, geralmente indicados pelo número do capítulo que os prevê. O *Chapter 7* regula os processos de liquidação (*liquidation*) e o *Chapter 11* prevê os processos de reorganização (*reorganization*), mediante a apresentação de um plano, que pode, entretanto, prever a liquidação dos bens do devedor de forma diferente da prevista no *Chapter 7*. O *Chapter 12* cuida de processos envolvendo *family farmers e fishermen*, o *Chapter 13* regula as reorganizações de *consumer debtors*<sup>4</sup> e o *Chapter 9* trata da reorganização de municípios. Tratar-se-á, aqui, dos dispositivos relativos à aprovação do plano de reorganização previstos no *Chapter 11*.

O § 1.112(b) do *Bankruptcy Code* permite que um tribunal rejeite um processo aberto com base no *Chapter 11* (*reorganization*) ou o converta em um processo regido pelo *Chapter 7* (*liquidation*), se essa providência for feita no melhor interesse dos credores e do espólio insolvente (*in the*

*best interest of creditors and the estate*). Além disso, o § 1.112(b) estabelece um rol exemplificativo com dez razões para rejeitar uma reorganização ou convertê-la em uma liquidação.<sup>5</sup> O motivo mais comum para a rejeição ou conversão do plano pelos tribunais é o patrimônio do devedor sofrer perdas constantes e não haver uma perspectiva razoável de recuperação.<sup>6</sup> A ocorrência de um dos motivos arrolados no § 1.112(b) não acarreta necessariamente, porém, a rejeição do processo de reorganização ou a sua conversão em liquidação, o que significa que os tribunais têm margem de discricionariedade para decidir.<sup>7</sup>

5. "11 U.S.C. § 1.112(b) Except as provided in subsection (c) of this section, on request of a party in interest or the United States trustee or bankruptcy administrator, and after notice and a hearing, the court may convert a case under this chapter to a case under chapter 7 of this title or may dismiss a case under this chapter, whichever is in the best interest of creditors and the estate, for cause, including – (1) continuing loss to or diminution of the estate and absence of a reasonable likelihood of rehabilitation; (2) inability to effectuate a plan; (3) unreasonable delay by the debtor that is prejudicial to creditors; (4) failure to propose a plan under section 1.121 of this title within any time fixed by the court; (5) denial of confirmation of every proposed plan and denial of a request made for additional time for filing another plan or a modification of a plan; (6) revocation of an order of confirmation under section 1.144 of this title, and denial of confirmation of another plan or a modified plan under section 1.129 of this title; (7) inability to effectuate substantial consummation of a confirmed plan; (8) material default by the debtor with respect to a confirmed plan; (9) termination of a plan by reason of the occurrence of a condition specified in the plan; or (10) nonpayment of any fees or charges required under chapter 123 of title 28."

6. C. R. Sterbach e K. M. Atencio, "Why Johnny can't get paid on his general unsecured claims: a potpourri of lingering abuses in Chapter 11 cases", in *Journal of Bankruptcy Law and Practice* 14/118.

7. Foi o que ocorreu no caso da Western Pacific Airlines, Inc., em que, embora houvesse motivo para rejeitar ou converter o processo em uma liquidação, o tribunal utilizou de sua "broad discretion" para permitir a continuação da reorganização. C. R. Sterbach e K. M. Atencio, "Why Johnny can't get paid on his general unsecured claims", cit. (nota supra), p. 119. Os tribunais também afirmaram sua

3. V. quadros comparativos do direito comparado no Anexo I ao presente.

4. De acordo com Bankruptcy Judges Division of the Administrative Office of the United States Courts, *Bankruptcy Basics (Applicable to Cases Filed on or after October 17, 2005)*, p. 73, disponível in <http://www.uscourts.gov/bankruptcycourts/BB101705final2column.pdf>, um *consumer debtor* é "a debtor whose debts are primarily consumer debts", ao passo que *consumer debts* são "debts incurred for personal, as opposed to business, needs".

Além disso, o § 1.129(a) do *Bankruptcy Code* estabelece uma lista de requisitos para que um plano de recuperação, uma vez aprovado pelos credores, seja confirmado por um tribunal.<sup>8</sup>

"broad discretion" para rejeitar ou converter o processo em uma liquidação nas reorganizações da Gonic Realty Trust, Woodbrook Assoc., Lumber Exch. Bldg. Ltd. Partnership e AC Rentals.

8. "U.S.C. § 1.129(a) The court shall confirm a plan only if all of the following requirements are met: (1) The plan complies with the applicable provisions of this title. (2) The proponent of the plan complies with the applicable provisions of this title. (3) The plan has been proposed in good faith and not by any means forbidden by law. (4) Any payment made or to be made by the proponent, by the debtor, or by a person issuing securities or acquiring property under the plan, for services or for costs and expenses in or in connection with the case, or in connection with the plan and incident to the case, has been approved by, or is subject to the approval of, the court as reasonable. (5)(A)(i) The proponent of the plan has disclosed the identity and affiliations of any individual proposed to serve, after confirmation of the plan, as a director, officer, or voting trustee of the debtor, an affiliate of the debtor participating in a joint plan with the debtor, or a successor to the debtor under the plan; and (ii) the appointment to, or continuance in, such office of such individual, is consistent with the interests of creditors and equity security holders and with public policy; and (B) the proponent of the plan has disclosed the identity of any insider that will be employed or retained by the reorganized debtor, and the nature of any compensation for such insider. (6) Any governmental regulatory commission with jurisdiction, after confirmation of the plan, over the rates of the debtor has approved any rate change provided for in the plan, or such rate change is expressly conditioned on such approval. (7) With respect to each impaired class of claims or interests – (A) each holder of a claim or interest of such class – (i) has accepted the plan; or (ii) will receive or retain under the plan on account of such claim or interest property of a value, as of the effective date of the plan, that is not less than the amount that such holder would so receive or retain if the debtor were liquidated under chapter 7 of this title on such date; or (B) if section 1.111 (b)(2) of this title applies to the claims of such class, each holder of a claim of such class will receive or retain under the plan on account of such claim property of a value, as of the effective date of the plan, that is not less than the value of such holder's interest in the estate's interest in the property that secures such claims. (8) With respect to each class of claims or interests – (A) such class has accepted the plan; or (B) such class is not impaired under the plan. (9)

Um desses requisitos de confirmação é a obrigatoriedade de o plano passar no teste denominado *best-interest-of-creditors*, previsto no § 1.129(a)(7). Esse dispositivo estabelece que o plano é confirmado pelo juiz caso todos os credores da classe o aprovem ou recebam ou retenham sob o plano um valor que não seja menor do que o que seria recebido ou retido se o devedor fosse submetido a um processo de liquidação. Ao estipular que cada membro de uma classe deva receber no mínimo o

Except to the extent that the holder of a particular claim has agreed to a different treatment of such claim, the plan provides that – (A) with respect to a claim of a kind specified in section 507 (a)(1) or 507 (a)(2) of this title, on the effective date of the plan, the holder of such claim will receive on account of such claim cash equal to the allowed amount of such claim; (B) with respect to a class of claims of a kind specified in section 507 (a)(3), 507 (a)(4), 507 (a)(5), 507 (a)(6) or 507 (a)(7) of this title, each holder of a claim of such class will receive – (i) if such class has accepted the plan, deferred cash payments of a value, as of the effective date of the plan, equal to the allowed amount of such claim; or (ii) if such class has not accepted the plan, cash on the effective date of the plan equal to the allowed amount of such claim; and (C) with respect to a claim of a kind specified in section 507 (a)(8) of this title, the holder of such claim will receive on account of such claim deferred cash payments, over a period not exceeding six years after the date of assessment of such claim, of a value, as of the effective date of the plan, equal to the allowed amount of such claim. (10) If a class of claims is impaired under the plan, at least one class of claims that is impaired under the plan has accepted the plan, determined without including any acceptance of the plan by any insider. (11) Confirmation of the plan is not likely to be followed by the liquidation, or the need for further financial reorganization, of the debtor or any successor to the debtor under the plan, unless such liquidation or reorganization is proposed in the plan. (12) All fees payable under section 1.930 of title 28, as determined by the court at the hearing on confirmation of the plan, have been paid or the plan provides for the payment of all such fees on the effective date of the plan. (13) The plan provides for the continuation after its effective date of payment of all retiree benefits, as that term is defined in section 1.114 of this title, at the level established pursuant to subsection (e)(1)(B) or (g) of section 1.114 of this title, at any time prior to confirmation of the plan, for the duration of the period the debtor has obligated itself to provide such benefits."

valor que receberia em caso de liquidação, o *best-interest-of-creditors test* protege os credores dissidentes de uma classe concordante.

Outra exigência diz respeito à concessão de tratamento especial aos detentores de créditos prioritários, a não ser que eles desistam de tal tratamento. O plano também deve ser *feasible*, o que significa que a sua aprovação não será seguida de falência (exceto quando o próprio plano prever a liquidação) ou da necessidade de nova reorganização, demonstrando-se, assim, que os envolvidos foram realistas quando do tratamento de suas diferenças.<sup>9</sup>

A aprovação de um plano de reorganização apresentado sob o procedimento da *reorganization* previsto no *Chapter 11* depende, ainda, da aquiescência das diferentes classes de credores<sup>10</sup> afetadas (*impaired classes*) pelo plano proposto, nos termos do § 1.129(a)(8).<sup>11</sup> Contudo, conforme abaixo comentado, esse requisito pode ser flexibilizado mediante o instituto do *cram down*, caso ao menos uma das classes tenha concordado com o plano.

Para que o juiz aprove um plano por meio do *cram down*, é necessário que todos os outros requisitos sejam cumpridos e que o plano não discrimine injustamente (*does not discriminate unfairly*) e seja justo e equitativo (*is fair and equitable*) com relação a cada classe de créditos ou *interests* que não o tenha aprovado. Destarte, nas situações em que uma classe de credores afetada pelo plano não concorda com a sua

aprovação, o plano pode ser confirmado desde que os interesses da classe dissidente estejam protegidos (distinto, portanto, do *best-interest-of-creditors*, que protege individualmente os interesses dos credores). Nesses casos, o proponente do plano pode pedir que o magistrado confirme o plano, o que será feito "if the plan does not discriminate unfairly, and is fair and equitable" (isto é, se o plano não discriminar injustamente e se for justo e equitativo) com relação à classe dissidente, nos termos do 11 U.S.C. § 1.129(b)(1).<sup>12</sup>

O *Bankruptcy Code*, porém, não define o que seja *unfair discrimination* e os juízes encarregaram-se da interpretação dessa expressão.<sup>13</sup> Quanto ao termo *fair and equitable*, o diploma norte-americano apresenta detalhados requisitos para que um plano seja assim considerado.

Na interpretação mais disseminada, conforme abaixo comentado, a proibição de *unfair discrimination* lida com as relações horizontais (credores com a mesma preferência) e o *fair and equitable* trata de relações verticais (por não permitir que a hierarquia de classes seja desrespeitada).<sup>14</sup> Assim, de acordo com a regra que proíbe a *unfair discrimination*, os credores pertencentes a classes que envolvam créditos similares devem receber ao mesmo tempo e na mesma proporção. Mas, em linhas gerais, para obedecer à *fair and equitable rule*,

12. Interessante atentar ao comentário de K. N. Klee, "All you ever wanted to know", cit. (nota supra), p. 141, nota 67, que lembra que os critérios de *unfair discrimination* e *fair and equitable* aplicam-se apenas às classes dissidentes, o que difere da interpretação corrente antes da vigência do *Bankruptcy Code*, a qual aplicava os requisitos a todas as classes envolvidas.

13. Cf. D. R. Polivy, "Unfair discrimination in Chapter 11: a comprehensive compilation of current case law", in *American Bankruptcy Law Journal* 72/192, para quem o *case law* é confuso e caótico.

14. Cf. R. Maloy, "A primer on cram down — How and why it works", in *St. Thomas Law Review* 16/7 e 13; e B. A. Markell, "A new perspective on unfair discrimination in Chapter 11", in *American Bankruptcy Law Journal* 72/227-228.

9. Cf. K. N. Klee, "All you ever wanted to know about cram down under the New Bankruptcy Code", in *American Bankruptcy Law Journal* 53/137-138, e R. F. Broude, "Cram down and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: the settlement imperative", in *The Business Lawyer* 39/448.

10. O termo classe de credores será utilizado no texto para facilitar a linguagem. Na realidade, contudo, existem classes de detentores de créditos (*claimholders*) e classes de detentores de *ownership interests*.

11. Com relação aos requisitos para a aprovação de um plano, v. 11 U.S.C. § 1.129.

os credores pertencentes à classe hierarquicamente superior devem receber antes do que aqueles que integram a(s) classe(s) a ela subordinada(s).

Um plano não envolve *unfair discrimination* desde que proteja os direitos de uma classe dissidente de maneira consistente com o tratamento concedido a outras classes cujos créditos tenham condições semelhantes. O mecanismo destina-se a promover a justiça entre os membros de duas ou mais classes de igual prioridade. Daí falar-se em apreciação horizontal do plano.<sup>15</sup> A proibição de *unfair discrimination* só é levada em consideração caso uma classe seja afetada pelo plano rejeite-o.<sup>16</sup> Ademais,

15. Para compreender tal assertiva, parece relevante esclarecer a formação das classes de credores e de *interests holders* no direito norte-americano. O assunto é regulado da seguinte maneira pelo *Bankruptcy Code*: "§ 1.122. Classification of claims or interests: (a) Except as provided in subsection (b) of this section, a plan may place a claim or an interest in a particular class only if such claim or interest is substantially similar to the other claims or interests of such class. (b) A plan may designate a separate class of claims consisting only of every unsecured claim that is less than or reduced to an amount that the court approves as reasonable and necessary for administrative convenience". Isso significa que a lei não exige que todos os *claims* parecidos sejam alocados na mesma classe. Exige-se apenas que todos os membros de uma mesma classe sejam detentores de créditos ou *interests* substancialmente parecidos. Essa possibilidade de separação de detentores de créditos parecidos em classes distintas permite considerar o requisito da inexistência de *unfair discrimination* como uma preocupação relacionada às relações horizontais entre credores. Assim, nas circunstâncias em que o *cram down* é solicitado, cabe ao magistrado verificar se todas as classes que abrangem detentores de créditos similares estão sendo tratadas sem nenhuma discriminação. Note-se que esse requisito só é necessário nas situações de *cram down*, uma vez que, aprovado o plano por todas as classes, o tratamento diferenciado entre classes é permitido.

16. Cf. R. Maloy, "A primer on cram down", cit. (nota supra), p. 9. O mesmo autor, contudo, cita um caso em que o juiz considerou o plano discriminatório, não obstante nenhuma classe tenha apresentado qualquer objeção (v. nota de rodapé 57). R. F. Broude, "Cram down and Chapter 11", cit. (nota supra), p. 444, lembra que o único momento em que o tratamento distinto entre classes semelhantes se torna importante é no caso de necessidade de *cram down*.

tal requisito só é obrigatório com relação à classe dissidente.<sup>17</sup>

Em suma, a *unfair discrimination* ocorre quando um plano discrimina credores pertencentes a classes que estejam na mesma prioridade. Nesse sentido, o plano deve tratar igualmente credores na mesma situação; isto é, não pode haver discriminação entre credores de mesma prioridade. Note-se que esse requisito da *unfair discrimination*, utilizado apenas em caso de rejeição do plano por classe(s) de credores, diferencia-se da exigência de tratamento igualitário aos credores alocados em mesma classe, os quais não podem, salvo concordância expressa, ficar sujeitos a condições distintas (v. § 1.123(a)(4)).

Não existem regras claras acerca da caracterização da disparidade de tratamento capaz de resultar em *unfair discrimination*,<sup>18</sup> mas dois critérios costumam ser usados: (i) a porcentagem de pagamento a ser conferida aos credores, e (ii) a alocação de riscos atribuída a cada uma das classes.<sup>19</sup> Essa breve explicação deixa claro que a análise da existência de discriminação justificada envolve necessariamente a apreciação pelo magistrado da divisão dos créditos parecidos em classes distintas. Isso significa que a atuação do juiz quando da utilização do *cram down* é bastante profunda e abrange estudos detalhados das previ-

17. Cf. R. F. Broude, "Cram down and Chapter 11", cit. (nota supra), p. 451.

18. A ausência de um critério uniforme levou à elaboração de vários testes para verificar a ocorrência de *unfair discrimination*, como, p.ex., em B. A. Markell, "A new perspective on unfair discrimination", cit. (nota supra), pp. 227-263; S. L. Sepinuck, "Rethinking unfair discrimination in Chapter 13", in *American Bankruptcy Law Journal* 74/341-398; Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of New York, "Making the test for unfair discrimination more 'fair': a proposal", in *The Business Lawyer* 58/83-108; B. A. Markell, "Slouching toward fairness: a reply to the ABCNY's proposal on unfair discrimination", in *The Business Lawyer* 58/109-121.

19. Cf. R. Maloy, "A primer on cram down", cit. (nota supra), pp. 11-12.

sões estabelecidas no plano de reorganização.

Por outro lado, um plano é dito *fair and equitable* quando respeita as prioridades entre as classes de credores. A regra do *fair and equitable* reconhece que as classes com privilégios creditícios devam receber antes das classes sem preferências; ela se refere, portanto, a relações interclasses.

Para que um plano seja caracterizado como *fair and equitable*, contudo, alguns requisitos são necessários. Na realidade, o código apresenta diferentes exigências com relação aos créditos detidos pela classe disidente, sejam eles *secured claims*, *unsecured claims* ou *ownership interests*.<sup>20</sup>

De forma geral,<sup>21</sup> em relação aos detentores de *secured claims*, o plano é considerado *fair and equitable* se (i) o credor mantiver sua garantia sobre o bem, ainda que vendido a terceiro, e receber pagamento diferido de, no mínimo, o seu crédito garantido; (ii) caso o bem seja vendido livre e desimpedido, a garantia recair sobre o valor resultante da venda, observando-se os itens (i) e (iii); ou (iii) o credor receber valor indubitavelmente equivalente ao seu crédito.<sup>22</sup> A mesma exigência é preenchida em relação à classe de *unsecured claims*,

se (i) o credor receber ou reter um valor equivalente, na data do plano, ao valor do seu crédito; ou (ii) se nenhum detentor de *claim* ou *interest* pertencente a classe inferior receber ou reter qualquer valor em razão de seu crédito.<sup>23</sup> Por fim, o plano é *fair and equitable* com relação à classe de *interests*, se (i) cada detentor de *interests* receber ou reter valor equivalente, na data do plano, ao maior dentre (a) a *fixed liquidation preference* a que teria direito; (b) o preço fixo de resgate ou (c) o valor do *interest*; ou (ii) se nenhum detentor de *interest* pertencente a classe inferior receber ou reter qualquer valor em razão de seu *interest*.<sup>24</sup>

amount of such claim, of a value, as of the effective date of the plan, of at least the value of such holder's interest in the estate's interest in such property; (ii) for the sale, subject to section 363 (k) of this title, of any property that is subject to the liens securing such claims, free and clear of such liens, with such liens to attach to the proceeds of such sale, and the treatment of such liens on proceeds under clause (i) or (iii) of this subparagraph; or (iii) for the realization by such holders of the indubitable equivalent of such claims".

23. 11 U.S.C. § 1.129(b)(2)(B): "(2) For the purpose of this subsection, the condition that a plan be fair and equitable with respect to a class includes the following requirements: (...) (B) With respect to a class of unsecured claims - (i) the plan provides that each holder of a claim of such class receive or retain on account of such claim property of a value, as of the effective date of the plan, equal to the allowed amount of such claim; or (ii) the holder of any claim or interest that is junior to the claims of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior claim or interest any property".

24. 11 U.S.C. § 1.129(b)(2)(C): "(2) For the purpose of this subsection, the condition that a plan be fair and equitable with respect to a class includes the following requirements: (...) (C) With respect to a class of interests - (i) the plan provides that each holder of an interest of such class receive or retain on account of such interest property of a value, as of the effective date of the plan, equal to the greatest of the allowed amount of any fixed liquidation preference to which such holder is entitled, any fixed redemption price to which such holder is entitled, or the value of such interest; or (ii) the holder of any interest that is junior to the interests of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior interest any property".

20. Cf. 11 U.S.C. § 1.129(b)(2)(A), § 1.129(b)(2)(B), § 1.129(b)(2)(C), respectivamente.

21. Para uma análise detalhada e com exemplos relacionados a cada uma das situações, v. K. N. Klee, "All you ever wanted to know", cit. (nota supra), pp. 143-171. K. N. Klee, "Cram down II", in *American Bankruptcy Law Journal* 64/229-244, também trata minuciosamente do tema, mencionado a existência de aspectos não codificados da *fair and equitable rule*.

22. 11 U.S.C. § 1.129(b)(2)(A): "(2) For the purpose of this subsection, the condition that a plan be fair and equitable with respect to a class includes the following requirements: (A) With respect to a class of secured claims, the plan provides - (i) (I) that the holders of such claims retain the liens securing such claims, whether the property subject to such liens is retained by the debtor or transferred to another entity, to the extent of the allowed amount of such claims; and (II) that each holder of a claim of such class receives on account of such claim deferred cash payments totaling at least the allowed

Conclui-se, assim, que o plano deve ser *fair and equitable* para proteger cada classe de credores contra perdas involuntárias de ordem de pagamento com relação a outras classes de prioridade distinta.<sup>25</sup>

Para exemplificar esse propósito da regra apresentada, pode-se mencionar que um dos requisitos para que o plano seja aprovado contra a rejeição de uma classe de *unsecured claims* é a denominada *absolute priority rule*, segundo a qual nenhum credor de classe com prioridade inferior à classe dissidente pode receber qualquer valor antes que a classe que rejeitou o plano seja paga por completo.

A observância da *absolute priority rule* apresenta-se obrigatória apenas com relação às situações de *cram down*. Durante a tramitação legislativa do projeto que resultou no *Bankruptcy Code*, inúmeras foram as discussões acerca dos benefícios e prejuízos decorrentes da exigência da *absolute priority rule*, regra então vigente no diploma falimentar. Ao final, concluiu-se que, para ser confirmado mediante a aprovação de todas as classes, o plano não precisaria ser *fair and equitable*. Entretanto, como complemento a essa característica e de forma a proteger os credores dissidentes e participantes de uma classe que aprova o plano de reorganização, a *Section 1.129(a)(7)* relaciona, como um dos requisitos para a confirmação do plano, a exigência de que o plano preveja pagamento aos credores dissidentes em quantia no mínimo equivalente ao que seria por eles obtido em caso de liquidação. Trata-se do já mencionado *best-interest-of-creditors test*.

Tal regra torna-se necessária, pois o *fair and equitable* destina-se a proteger apenas classes dissidentes quando da aplicação do *cram down*, ao passo que a garantia de atribuição de valor mínimo decorrente do mencionado *best-interest-of-creditors test* resguarda credores dissidentes

que participam de classes que aprovaram o plano.<sup>26</sup>

Em resumo, pode-se dizer que, de acordo com o regime norte-americano, a *unfair discrimination* e a *fair and equitable* aplicam-se apenas nos casos de *cram down*. Isso significa que o plano pode discriminar injustamente as classes de credores de mesma hierarquia, embora não possa discriminar credores pertencentes à mesma classe, e desrespeitar as preferências creditórias contanto que haja a concordância de todas as classes e seja observado o *best-interest-of-creditors* para os dissidentes. A *unfair discrimination* e a *fair and equitable* não são, portanto, regras absolutas, de ordem pública: a autonomia da vontade prevalece e o plano pode, respeitadas algumas garantias mínimas, distribuir os bens do devedor de qualquer forma, ainda que discriminatória e injusta, desde que todas as classes de credores concordem com isso.

## 2.2 O Direito alemão

A lei de insolvência alemã (*Insolvenzordnung – InsO*) também prevê um procedimento de reorganização por meio da apresentação de um plano (*Insolvenzplan*)<sup>27</sup> elaborado pelo devedor ou pelo administrador da insolvência, que deve ser submetido à aprovação dos credores.

O plano deve conter uma parte declaratória e uma constitutiva. A parte declaratória deve (i) descrever todas as medidas tomadas ou a serem tomadas após o início do procedimento para que as bases neces-

26. V. I. D. Labovitz, "Outline of 'cram down' provisions under Chapter 11 of the Bankruptcy Reform Act of 1978", in *Commercial Law Journal* 89/52.

27. De acordo com D. Berger, *A Insolvência no Brasil e na Alemanha*, p. 35, "[o] plano de insolvência veio substituir a concordata, é uma inovação da lei e está previsto nos arts. 217 e ss., *InsO*. A sua importância está na formação de um campo flexível de soluções acerca da realização do patrimônio pertencente à massa por parte dos credores, sem que com isso a posição legal do devedor fique reduzida".

25. Cf. R. Maloy, "A primer on cram down", cit. (nota supra), p. 13.



sárias à configuração planejada dos direitos das partes envolvidas sejam alcançadas, e (ii) conter toda a informação relevante para que os credores possam aprovar e o juiz possa homologar o plano. A parte constitutiva, regulada a partir do § 221, deve especificar a alteração das posições jurídicas dos envolvidos a ser promovida pelo plano.

O § 222 estabelece regras para a divisão dos credores em grupos. Os grupos devem ser apropriadamente distinguidos uns dos outros, sendo que o plano deve estabelecer os critérios de separação. A lei prevê, contudo, que os grupos podem ser formados por credores que detenham o mesmo *status* legal e interesses econômicos equivalentes. Todos os credores pertencentes ao mesmo grupo devem, conforme o § 226, receber tratamento igualitário (*Gleichbehandlung der Beteiligten*). A concessão de tratamento distinto a credores pertencentes ao mesmo grupo depende da aprovação unânime dentro do grupo. O plano que preveja essa distinção deve, assim, ser submetido à apreciação judicial acompanhado do consentimento escrito de cada um dos credores pertencentes ao grupo afetado. Além disso, qualquer acordo celebrado entre quaisquer partes que atribua vantagens não previstas no plano de recuperação é considerado nulo. Conforme a previsão do § 231(1), o plano deve ser recusado pelo juiz antes mesmo de ser submetido à aprovação dos credores caso não cumpra esses requisitos. O juiz tem também poder para recusar o plano se verificar que ele não tem condições de ser cumprido ou de ser aprovado pelos credores.

Dessa forma, a lei alemã estabelece uma regra que proíbe planos que discriminem credores injustamente, a não ser que haja a concordância dos próprios credores prejudicados.<sup>28</sup>

28. Ao que tudo indica, as distinções não podem ser justificadas pelo interesse público de preservação da empresa ou da geração de empregos, p.ex.; elas só podem existir se forem convenientes para os credores.

Caso o plano seja aceito pelo juiz, ele deve ser submetido aos credores para aprovação. Todos os credores afetados pelo plano têm direito a voto (§ 237). Para que o plano seja considerado aprovado, é necessário que, conforme o disposto no § 244, em cada um dos grupos de credores, (i) a maioria dos credores com direito a voto aceite o plano e (ii) a soma dos créditos daqueles que aceitam o plano seja superior à metade da soma dos créditos daqueles que têm direito a voto. Com relação aos credores subordinados, a lei apresenta requisitos adicionais, cuja disciplina não convém detalhar.

O sistema concursal alemão também conta com regra específica para a superação do veto de um grupo de credores quanto à aprovação de um plano. Trata-se da regra denominada *Obstruktionsverbot* (proibição para obstruir), prevista no § 245 da *Insolvenzordnung*.

De acordo com o *cram down* germânico, nas situações em que houver grupo dissidente, considera-se o plano aprovado caso (i) os participantes de tal grupo não sofram perdas com relação à situação que seria por eles obtida na ausência do plano (*Schlechterstellungsverbot*),<sup>29</sup> (ii) os credores do grupo dissidente tenham uma participação razoável no valor econômico a ser transferido aos participantes, de acordo com as condições gerais do plano, (iii) a maioria dos grupos votantes tenha aprovado o plano mediante a maioria exigida em lei.<sup>30</sup>

29. Trata-se de regra análoga ao *best-interest-of-creditors test* da lei norte-americana, mas aqui aplicada aos casos em que plano não recebe aprovação de todas as classes afetadas.

30. Acerca do terceiro requisito, cumpre mencionar que as interpretações apresentadas por doutrinadores parecem divergir. Sobre o tema, D. Berger, *A Insolvência no Brasil*, cit. (nota supra), pp. 37 e 158, afirma que "condição *sine qua non* para a aplicação da regra de proibição de obstrução do plano é que, pelo menos, o plano tenha sido aprovado pela maioria dos credores votantes do grupo (§ 1º, n. 3, art. 245, *InsO*)", e exemplifica da seguinte maneira: "Exemplo: cinco grupos, cada qual com dez credos-

A mencionada participação razoável, que forma o segundo requisito necessário para a superação do veto de uma das classes, é satisfeita caso o plano não permita que (i) outro credor receba valores econômicos excedentes ao valor total do seu crédito; (ii) titulares de créditos com classificação inferior, o devedor ou os detentores de participação no capital do devedor recebam qualquer valor econômico, e (iii) outro titular de crédito que, na ausência do plano, ocuparia a mesma classificação receba tratamento melhor do que os credores da classe dissidente.

A apresentação da solução alemã para os casos de desaprovação do plano por um dos grupos afetados pelo *Insolvenzplan* demonstra tratar-se de mais um ordenamento jurídico preocupado com a concessão de tratamento equitativo aos credores e grupos de credores quando da superação de um veto.

De fato, a lei alemã conta com regras distintas daquelas previstas no § 1.129(b) do *Bankruptcy Code*, mas, mesmo assim, cuida das relações horizontais e verticais, ao versar sobre os titulares de créditos de mesma classificação e de classificações distintas.

A lei alemã, como a norte-americana, parece preocupada em proibir comportamentos estratégicos tendentes à obstrução do plano de recuperação nas situações em que os interessados não sofreriam nenhuma perda econômica em decorrência da recuperação, caso o quadro fosse comparado àquele que seria obtido na ausência do plano.

res votantes. Do total de cinquenta credores votantes, vinte e seis devem se manifestar favorável ao plano". H. Eidenmüller, *Obstruktionsverbot, Vorrangregel und Absonderungsrechte*, p. 2, disponível in [http://www.horst-eidenmueller.de/forschung/veroeff/F5\\_Drukarczyk.pdf](http://www.horst-eidenmueller.de/forschung/veroeff/F5_Drukarczyk.pdf) (consultado em 9.8.2006), por seu turno, cita o mesmo requisito como "wenn die Mehrheit der abstimmenden Gruppen dem Plan zugestimmt hat (§ 245 Abs. 1 Ziff. 3 *InsO*)" ("quando a maioria dos grupos votantes tiver aprovado o plano" – tradução livre).

Note-se, ademais, que o § 247 da *InsO* trata do consentimento do devedor com os termos do plano. Tal consentimento é presumido caso o devedor não apresente qualquer objeção até a data da reunião para votação do plano. Na hipótese de o devedor se opor à aprovação do plano, tal oposição é considerada irrelevante sempre que (i) mediante a aprovação do plano, a sua situação não se torne presumivelmente pior em relação àquele que existiria sem a confirmação, e (ii) nenhum credor receba valores econômicos superiores à quantia de seus créditos.

Assim, de acordo com a estrutura de aprovação e homologação do plano, a inicial aceitação do plano pelo juiz garante, em primeiro lugar, que o plano de recuperação cumpre os requisitos legais e que confere tratamento igual aos credores de mesma situação. A segunda etapa, da aprovação pelas classes de credores, garante que o plano está de acordo com a maioria dos interesses em jogo. Uma garantia adicional é a submissão do plano à homologação pelo juiz, prevista no § 248, mesmo depois de ser aceito por ele e aprovado pelas classes de credores.

Mas a lei confere também proteção aos credores minoritários e permite que, em alguns casos, um plano seja rejeitado mesmo após a sua aprovação por todas as classes. O § 251 regulamenta essa proteção das minorias. Segundo a regra, o credor que se considera prejudicado pode requerer ao juiz a rejeição do plano de recuperação caso ele (i) tenha se oposto à aprovação, no máximo, até a data da assembléia de deliberação sobre o plano, e (ii) o plano o coloque em uma situação presumivelmente pior à que estaria caso o plano não existisse. Se o credor comprovar que votou contra a aprovação e demonstrar satisfatoriamente que foi prejudicado, o juiz deve recusar-se a homologar o plano.

Essa forma de proteção ao minoritário prevista no § 251 é diferente da prevista no § 226 (igualdade de tratamento dos participantes) porque exige a iniciativa do cre-

dor descontente. Se o credor minoritário não se manifestar, o plano será aprovado. No caso do § 226, combinado com o § 231, ao contrário, o deferimento do plano pelo magistrado depende da apresentação prévia do consentimento dos credores que receberam tratamento diferenciado.

O § 251 trata, portanto, de mecanismo semelhante ao já mencionado *best-interest-of-creditors test* norte-americano e segundo o qual o credor deve receber sob o plano no mínimo o valor que seria por ele obtido em caso de liquidação.<sup>31</sup> Cuidase, mediante o dispositivo em comento, para que o credor minoritário não seja lesado.

A lei de insolvência alemã garante, destarte, uma proteção eficaz a cada um dos credores contra um plano de recuperação que possa prejudicá-los. O credor minoritário não pode, em primeiro lugar, receber proporcionalmente menos do que os credores majoritários componentes da mesma classe — a *par conditio creditorum* só pode ser quebrada pelos próprios credores afetados que concordam em abrir mão de seus direitos patrimoniais. Além disso, ele pode causar a rejeição do plano mesmo se todos os outros credores, que recebam na mesma proporção que ele, o aceitarem. Pode-se dizer, dessa forma, que a lei protege o credor de duas formas e de acordo com dois parâmetros diferentes. Ela garante, assim, que o credor não receba menos do que (i) os outros credores na mesma situação, e (ii) o que ele próprio receberia caso o plano de recuperação não existisse.

Não se pode deixar de mencionar que o legislador alemão atribui enorme valor à proteção aos credores e à concessão de tratamento igualitário aos detentores de créditos.

31. Sobre o tema, D. Berger, *A Insolvência no Brasil*, cit. (nota supra), pp. 158-159 e 188, nota que a apuração de pagamento mínimo encontra inúmeras dificuldades e que a doutrina alemã não desenvolveu fórmula apta a avaliar com exatidão o valor futuro do patrimônio de uma empresa que deve ser levado em consideração quando da estimativa do pagamento do valor mínimo ao credor.

### 2.3 O Direito português

Em Portugal, o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE) permite que um plano de insolvência, inspirado no *Insolvenzplan* alemão,<sup>32</sup> estabeleça um regime de insolvência que derroque as regras previstas na lei e que possa, inclusive, prever a recuperação empresarial.<sup>33</sup> O plano pode ser proposto pelo devedor, pelo administrador da insolvência ou por alguns credores, nos termos do art. 193.

A proposta não é admitida pelo juiz nos casos arrolados no art. 207. Essas hipóteses incluem, dentre outras, a aprovação do plano pelos credores ser inverossímil (art. 207, 1, "b") e o plano ser manifestamente inexequível (art. 207, 1, "c"). A lei permite, portanto, que o juiz avalie o mérito do plano de insolvência antes de submetê-lo à deliberação, embora apenas para controlar abusos na sua confecção. Além disso, o plano deve prever tratamento igualitário aos credores de mesma situação, exceto nos casos de concordância do credor afetado (art. 194).

Se o juiz admitir o plano de insolvência, ele é submetido à aprovação da assembléia de credores (art. 209). Durante as discussões, permite-se que o proponente altere o plano (art. 210). Após as discussões, os credores com direito a voto (nos termos do art. 212, 2) e que tenham participado da assembléia podem votar a aprovação do plano (art. 211, 1); não podem, contudo, propor modificações (art. 211, 2). O quórum para aprovação é dois terços do total de votos emitidos, desde que ao menos um terço do total de créditos votantes tenha estado presente na assembléia (art. 212, 1).

Depois de aprovado, o juiz pode recusar-se a homologar o plano de ofício apenas por violação de regras procedimentais (art. 215). O art. 216 prevê, contudo, que o

32. C. Serra, *O Novo Regime Português da Insolvência: uma Introdução*, p. 65.

33. Cf. art. 195, 2, "b" e "c".

juiz não homologue o plano por requerimento do devedor não proponente ou do credor dissidente caso (i) a sua situação ao abrigo do plano seja menos favorável do que na liquidação (art. 216, 1, "a") ou (ii) o plano proporcione a algum dos credores um valor superior aos seus créditos (art. 216, 2, "b"). Ao estipular que o credor dissidente pode se opor à aprovação do plano caso não receba o mínimo da liquidação (art. 216, 1, "a"), o direito português adota uma regra semelhante à do *best-interest-of-creditors* do direito norte-americano e à da proteção aos credores minoritários do direito alemão. Além disso, a regra do art. 216, 2, "b", que determina que o plano possa ser recusado caso atribua ao credor um valor superior aos seus créditos, pode ser vista também como uma forma de proteção ao devedor não proponente que tenha se manifestado contrário à aprovação.

Os dispositivos do CIRE permitem, assim, que o juiz atue para recusar a homologação do plano de insolvência quando ele for aprovado, mas não prevê o contrário, isto é, um mecanismo que permita ao juiz aprová-lo caso o quórum para a aprovação não seja atingido, como o *cram down* do direito norte-americano. Essas regras são consentâneas com a orientação da lei de privilegiar a vontade dos credores nos casos de insolvência, ainda que isto dificulte a reorganização empresarial.<sup>34</sup>

Há, porém, a previsão de uma espécie de *cram down* para os casos específicos da insolvência de não empresários e titulares de pequenas empresas. Nesse caso, o devedor pode apresentar um plano de paga-

mentos dos credores (art. 251), que deve ser aprovado por todos os credores para que seja aceito (art. 257). O art. 258 prevê o suprimento da aprovação, desde que o plano tenha sido aceito por credores com créditos superiores a dois terços do total de créditos, caso os credores dissidentes (i) não recebam menos do que receberiam em uma liquidação, (ii) não sejam discriminados injustamente e (iii) não suscitem dúvidas legítimas quanto à veracidade ou completude da relação de créditos apresentada pelo devedor e que acarretem reflexos na sua própria situação.

O direito português compartilha um dos requisitos do *cram down* norte-americano (a *unfair discrimination*) e dois do alemão (*unfair discrimination* e *best-interest-of-creditors*). Considerando que não há divisão de classes na assembleia, o CIRE não exige que o plano seja *fair and equitable* para que o voto dos credores dissidentes possa ser suprido. A terceira exigência do CIRE é que a relação dos créditos apresentada pelo devedor seja completa e verdadeira. Esse requisito, que visa a impedir fraudes, consta do *cram down* português porque o plano de pagamentos aos credores previsto no art. 251 é apresentado logo no início do processo, antes que os credores tenham a oportunidade de verificar a exatidão dos créditos relacionados pelo devedor.

Pelo exposto, percebe-se que a lei portuguesa é mais protetora da vontade dos credores do que a norte-americana e a alemã. Ela dá prioridade à vontade dos credores e não permite o *cram down*, exceto nos casos de insolvência de não empresários e de titulares de pequenas empresas.

### 3. O "cram down" previsto na LRE: interpretação, críticas e contribuições interpretativas

Feitas essas breves considerações acerca dos principais aspectos do instituto do *cram down* no direito estrangeiro, importante conhecer a regra brasileira e assi-

34. Cf. O. de Castro, "Preambulo não publicado do Decreto-lei que aprova o Código", *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas*; e C. Serra, *O Novo Regime Português*, cit. (nota supra), pp. 7-11. Da mesma forma, consta do Decreto-lei n. 53/2004, diploma preambular e de aprovação do CIRE, que "[f]ugindo da errônea ideia afirmada na actual lei, quanto à suposta prevalência da via da recuperação da empresa, o modelo adoptado pelo novo Código explicita, assim, desde o seu início, que é sempre a vontade dos credores a que comanda todo o processo".

nalar as possíveis contribuições de tais estudos à sua interpretação.

Cumpra inicialmente mencionar que o *cram down* é um instrumento de superação do veto de uma classe de credores.<sup>35</sup> Sua utilização depende da adequada proteção aos direitos das classes de credores que desaprovaram o plano. Pode-se dizer, assim, que dois parecem ser os principais objetivos do instituto ora em comento: (i) a superação do veto de uma classe de credores dissidente com vistas à aprovação do plano, e, por outro lado, (ii) a proteção aos interesses e direitos dessa classe.

Quanto à primeira meta, sabe-se que o *cram down*, ao possibilitar a superação

35. Cabe notar, contudo, a possibilidade de o plano de recuperação ser aprovado por todas as classes de credores, mas sofrer o veto do devedor. Tal hipótese pode ser verificada nos casos em que o plano não reflete os interesses deste último, tais como: (i) elaboração por outros interessados na recuperação judicial, que não o devedor, situação prevista nos ordenamentos estrangeiros supra estudados, ou (ii) elaboração pelo próprio devedor seguida de alterações propostas pelos credores, situação prevista na experiência estrangeira e na LRE. A utilização do *cram down* contra a vontade do devedor é expressamente prevista nas legislações da insolvência alemã, § 247 da *InsO*, e portuguesa, art. 216, 1, do CIRE, as quais estipulam que o veto do devedor ao plano será desconsiderado sempre que (i) sua situação não for menos favorável do que a obtida na ausência do plano, e (ii) nenhum credor receber montante superior ao valor de seus créditos. Ainda, com relação ao CIRE, exige-se, cumulativamente, que o devedor não tenha sido o proponente do plano. Embora o *Chapter 11 do Bankruptcy Code* não faça previsão expressa da superação do veto do devedor, há decisões judiciais que admitiram a aprovação de um plano a despeito da oposição do acionista controlador da empresa em crise, conforme visto no caso *Evans Product*. No Brasil, o art. 56, § 3º, da LRE permite que o plano de recuperação apresentado pelo devedor sofra alterações na assembléia-geral de credores somente se existir expressa concordância do devedor. Não há, portanto, nenhum mecanismo destinado à superação do veto do devedor. Melhor seria que o legislador tivesse previsto essa possibilidade mediante a satisfação de requisitos específicos, tal como no direito estrangeiro. Torna-se, portanto, imperativo o estudo aprofundado sobre a matéria, o que, todavia, extrapola os limites do presente trabalho.

do veto de uma classe de credores, é um mecanismo da LRE que controla o voto do credor, funcionando como um meio de proteção aos interesses dos demais credores, do devedor e da sociedade como um todo.<sup>36</sup>

O segundo objetivo acima referido representa um contraponto ao primeiro. Se, de um lado, o *cram down* protege a recuperação da empresa por meio da superação do veto de uma classe, de outro, ao agir como instrumento de imposição do plano de recuperação a uma classe dissidente, deve zelar pelos interesses e direitos dos credores que não aprovaram o plano.

As discussões traçadas a partir de agora se referem justamente à busca do melhor caminho para que ambos os propósitos do *cram down* sejam atingidos: a superação do veto e a concessão de tratamento justo à classe dissidente.

Para tanto, serão analisados os §§ 1º e 2º, do art. 58, da LRE, regras que no

36. No entanto, deve-se lembrar que tal controle pode não ser suficiente, visto que não foram estabelecidos critérios para a caracterização do abuso de voto ou medidas sancionatórias, tal qual previsto no art. 115 da Lei n. 6.404/1976. Dispõe o artigo citado: "Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á 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. § 1º. O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. § 2º. Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do art. 8º. § 3º. O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. § 4º. A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido"

ordenamento pátrio estabelecem a possibilidade de homologação de plano de recuperação não aprovado por todas as classes de credores.

Os requisitos legais para que essa homologação ocorra<sup>37</sup> são os seguintes: (i) quórum mínimo formado (a) pelo voto favorável de credores representantes de mais da metade dos créditos presentes na assembléia, independentemente de classe, (b) pela aprovação de duas das três classes de credores, ou, caso existam apenas duas classes, a aprovação de uma delas, e (c) pelo voto favorável de mais de um terço dos credores da classe que houver rejeitado o plano,<sup>38</sup> e (ii) inexistência de tratamento desi-

gual entre os credores da classe que houver rejeitado o plano.

Face ao exposto, parece relevante analisar cada um dos pressupostos mencionados. Entretanto, conforme se verá, a disciplina do assunto constante da LRE deixa a desejar, motivo por que, ao final, serão traçadas leituras que ultrapassam o quanto estabelecido na lei com vistas à criação de uma interpretação plausível com o objetivo da legislação concursal pátria e consentânea com as melhores práticas do direito comparado.

### 3.1 A exigência de porcentagens de aprovação

#### 3.1.1 Interpretação e críticas

O primeiro requisito para a aplicação do *cram down*, como visto, constitui-se da estipulação de um quórum. Disso resulta que além dos quóruns necessários com relação às classes concordantes com o plano, exige-se, ainda, que três outras somas sejam alcançadas.

A primeira delas diz respeito ao valor total dos créditos concordantes, independentemente da divisão dos credores em classes. Exige-se, assim, que a maioria dos créditos presentes na assembléia que votou o plano tenha sido a ele favorável.

A segunda refere-se à exigência da concordância de duas das três classes de credores, nas situações em que existirem as três classes, ou de uma delas, no caso de serem apenas duas as classes afetadas pelo plano. Cabe lembrar que, quanto à matéria, a regra alemã exige que a maioria das classes votantes tenha aprovado o plano como requisito necessário para que o veto de outra classe possa ser superado. A norma norte-americana, contudo, é divergente: exige-se apenas que ao menos uma das classes afetadas pelo plano tenha concordado com

seu crédito alterados terão direito a voto e serão considerados para fins de verificação de quórum de deliberação acerca do plano de recuperação.

37. A redação do art. 58, § 1º (o juiz *poderá*) sugere que a realização do *cram down* brasileiro é uma faculdade do juiz e que ele não é obrigado a adotá-la mesmo que todos os requisitos estejam presentes. Ela não estabelece, porém, quais os critérios que o juiz deve levar em conta para avaliar a conveniência da aplicação do *cram down*. Dada a relevância do *cram down* para a consecução do objetivo de preservação da empresa, não parece acertada a opção de conferir ao juiz total liberdade para decidir acerca da conveniência da superação do veto de uma das classes de credores. O dispositivo deve ser interpretado de forma a buscar uma atuação do juiz balizada por parâmetros capazes de demonstrar que o plano concede tratamento justo, equânime e sem discriminação injusta aos credores da classe discordante. O delineamento desses parâmetros é o objetivo do presente estudo. Sobre o tema, v. C. Salomão Filho, in F. S. de Souza Júnior e A. S. A. de M. Pitombo (coords.), *Comentários à Lei de Recuperação*, cit. (nota supra), p. 49, segundo o qual, a faculdade contida no art. 58, § 1º, deve ser interpretada sistemática e teleologicamente, cabendo ao juiz exigir a adaptação das propostas não aprovadas por uma das classes para que apresentem garantias suficientes de preservação da empresa. E. S. Munhoz, in F. S. de Souza Júnior e A. S. A. de M. Pitombo (coords.), *Comentários à Lei de Recuperação*, cit. (nota supra), p. 286, em sentido contrário, entende que “[a] interpretação sistemática da Lei leva a concluir que, estando presentes os requisitos previstos nos incs. I a III do § 1º e no § 2º do art. 58, o juiz não poderá deixar de conceder a recuperação, superando, portanto, o veto apresentado por uma classe de credores”.

38. Importante mencionar que, nos termos do art. 45, § 3º da LRE, apenas os credores que tiverem o valor ou as condições originais de pagamento do

a sua homologação para que o magistrado possa interferir e sobrepujar o veto de outra(s) classe(s).<sup>39</sup> Importante notar que a regra brasileira representa, de um lado, um entrave à aprovação do plano e, de outro, critério mais rigoroso para a avaliação da conveniência da proposta apresentada pelo devedor.<sup>40</sup>

A última cuida da necessária obtenção do voto favorável de mais de um terço dos credores participantes da classe dissidente. Cumpre notar que o cálculo do percentual de aprovação varia conforme a classe que tenha discordado da proposta apresentada pelo devedor. Caso a classe dissidente seja a dos credores trabalhistas e detentores de créditos decorrentes de acidente de trabalho, a terça parte dos credores será calculada com base no número de credores presentes à assembléia, independentemente do valor do crédito por eles detido. Por outro lado, nas situações em que a classe de credores garantidos ou a classe de titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral e subordinados dissentir, a exigência de aprovação de mais de um terço dos credores é satisfeita mediante a apuração do valor total dos créditos dos credores concordantes presentes à assembléia e do número de credores presentes.

A exigência de tantos quóruns pode prejudicar os resultados a serem obtidos. Tome-se, como exemplo, uma situação em que há somente um credor com garantia real; sua desaprovação ao plano, mesmo que egoística e contrária ao interesse público impossibilitará a aprovação por *cram down* (não será cumprido o requisito de aprovação por mais de 1/3 da classe dissidente) e acarretará a liquidação de uma

empresa independentemente de sua viabilidade econômica. Esse simples exemplo demonstra que a LRE criou um sistema em que a sorte da empresa pode depender da vontade e dos caprichos de um único credor.

Cumpre lembrar que as regras estrangeiras de recuperação de empresa estudadas não contam com nenhuma exigência de aprovação mínima no que se refere à classe dissidente. Exige-se apenas, o que no mais também está previsto na lei brasileira, que uma outra classe tenha aprovado o plano de acordo com o quórum necessário para tanto. A indicação de percentuais adicionais representa uma criação nacional, cujos benefícios, como visto, são duvidosos.

### 3.1.2 Contribuições à interpretação da lei

Consoante comentado acima, o art. 58, § 1º, indica em seus três incisos a exigência de percentuais específicos de aprovação do plano como requisito para a eventual necessidade de superação do veto de uma classe dissidente.

Nesse sentido, o inciso I do referido parágrafo requer o voto favorável de mais da metade do valor dos créditos presentes à assembléia destinada a deliberar sobre o plano. O inciso II, por seu turno, demanda que uma ou duas das classes de credores, conforme existam duas ou três classes, respectivamente, aprove(m) o plano. Por fim, o inciso III determina a aprovação de mais de um terço dos credores pertencentes à classe dissidente.

No que se refere aos incisos I e II, como visto nos estudos do direito estrangeiro, há necessidade de existência de um consenso mínimo<sup>41</sup> quanto à aptidão do plano de recuperação para cumprir sua função, o que, a princípio, parece salutar.

39. Cf. 11 U.S.C. § 1.129(a)(10): "(10) If a class of claims is impaired under the plan, at least one class of claims that is impaired under the plan has accepted the plan, determined without including any acceptance of the plan by any insider".

40. Cf. item 3.2.2, quanto à exigência de aprovação da maioria das classes em vez de reprovação por apenas uma das classes.

41. O inciso I cuida do consenso mínimo quanto à porcentagem de créditos. O inciso II, por seu turno, exige um consenso mínimo quanto ao número de classes.

A escolha, portanto, entre a manutenção dos requisitos tais quais previstos nos incisos I e II, do § 1º, do art. 58, e a estipulação de uma exigência mais branda, nos moldes norte-americanos, parece estar intimamente ligada ao valor depositado na decisão dos credores quando comparado ao objetivo de preservação da empresa. Considerando que, na legislação brasileira, o instituto da recuperação judicial busca, dentre outros, promover a preservação da empresa, nos termos do art. 47, exigir-se a aprovação da maioria dos créditos e de não menos da metade das classes de credores como requisito à superação do veto dificulta o alcance do objetivo declarado pela norma.

Cumpra-se notar que as determinações contidas no mencionado inciso III constituem, como o inciso I, inovação do legislador pátrio. Contudo, conforme já salientado, a exigência de aprovação de um terço dos credores componentes da classe dissidente pode acarretar prejuízos à preservação da empresa, ao dificultar a superação de um veto e a conseqüente aprovação de um plano de recuperação que se apresenta com soluções economicamente viáveis. Acredita-se, portanto, tratar-se de requisito prejudicial a ser desconsiderado quando da análise judicial. O proposto afastamento desse requisito legal não significa que a classe dissidente não contará com nenhuma proteção. Na verdade, seus direitos estarão resguardados mediante a utilização de outros requisitos capazes de averiguar a equidade do plano, conforme abaixo sugerido.

### 3.2 A "unfair discrimination" e a reunião, na terceira classe de credores, de titulares de créditos díspares

#### 3.2.1 Interpretação e críticas

O estudo do direito comparado permite concluir que a LRE não exige, para a superação de um veto, todos os requisitos normalmente solicitados por outros ordena-

mentos que também contam com institutos destinados ao alcance dos objetivos do *cram down*.

De fato, conforme acima explicado, nas leis norte-americana e alemã, a proteção aos credores dissidentes é realizada em dois níveis, o horizontal e o vertical. O primeiro traz o requisito da inexistência de *unfair discrimination*, proibindo-se a discriminação entre credores de classes semelhantes e protegendo-se a classe dissidente e os credores que dela participam. Por outro lado, a proteção vertical é feita pela regra da *fair and equitable*, a qual impede a desobediência à ordem de classificação dos créditos e protege a classe dissidente no que diz respeito à observância das prioridades de pagamento.

O *cram down* brasileiro não conta com proteção aos credores em ambos os níveis citados. Na verdade, ao lado dos mencionados quóruns, exige-se apenas a ausência de *unfair discrimination*, protegendo-se, portanto, a classe dissidente de maneira incompleta.

Assim, o segundo requisito apresentado pela LRE para a aprovação do plano não obstante o veto de uma das classes representa a importação da condição de inexistência de *unfair discrimination*. Essa exigência diz respeito à proibição de tratamento diferenciado entre titulares de créditos que compõem a mesma classe de credores.<sup>42</sup> Trata-se, conforme supra explicitado, de uma condição que cuida do tratamento equânime em análise horizontal dos créditos.

42. A regra da *unfair discrimination* em sua origem, conforme explicado, tem o condão de proteger a classe dissidente no nível horizontal, na medida em que compara a situação dos credores que dela participam com o tratamento conferido aos credores que, não obstante titulares de créditos de mesma natureza, compõem outras classes. No Brasil, no entanto, os titulares de créditos de mesma natureza não são divididos para fins de recuperação judicial em classes diferentes. Por esse motivo, a regra importada é aplicada no país para averiguar a igualdade de tratamento entre os credores da mesma classe.



Note-se que esse requisito pode trazer perplexidades principalmente no que diz respeito aos créditos abrangidos pela terceira classe arrolada no art. 41, qual seja, a classe dos titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral e subordinados. Deve-se considerar, ainda, que essa classe também pode abarcar os titulares de créditos com garantia real, cujos créditos excederem o valor do respectivo bem gravado, nos termos do art. 41, § 2º. Isso demonstra que a classe em apreço é formada por titulares de créditos de distintas naturezas, que, em uma liquidação, comporiam grupos de hierarquias diferentes, conforme os critérios estabelecidos pelo art. 83.

A dessemelhança de interesses que justifica a separação dos créditos em classes variadas para fins de falência também deve ser levada em consideração quando da criação de grupos relacionados à recuperação judicial, na medida em que abarcar direitos díspares em uma mesma classe dificulta a proteção de todos os envolvidos.<sup>43</sup>

A interpretação literal do art. 58, § 2º, indica que, caso a terceira classe fosse aquela a rejeitar o plano, contra a qual, portanto, o *cram down* seria almejado, a proposta do devedor só seria aprovada se contivesse tratamento igualitário a credores cujos créditos são de naturezas desiguais.

Exige-se, por conseguinte, como uma das condições para que o juiz possa superar o veto da terceira classe, que titulares de créditos distintos tenham sido tratados de forma igualitária pelo plano de recuperação proposto pelo devedor. Disso decorre que a regra da *unfair discrimination*, inicialmente delineada, como visto, para evitar o tratamento diferenciado entre detentores de créditos similares, passa ser utili-

43. A ausência de critério na separação dos credores também pode ser observada no art. 26 da LRE, que, ao estabelecer a forma de deliberação para a composição do comitê de credores, adota classificação diferente daquela constante dos arts. 41 e 83.

zada, no Brasil, entre titulares de créditos bastante díspares que, por opção legislativa, foram unidos em uma só classe para fins da recuperação judicial.

De qualquer forma, não obstante as possíveis críticas, deve-se reconhecer que a LRE ao menos buscou tratar da concessão de tratamento igualitário aos credores no nível horizontal, ou seja, no que se refere aos membros da mesma classe de credores.

### 3.2.2 Contribuições à interpretação da lei

Nos termos do art. 41, inciso III, da LRE, a terceira classe de credores a formar a assembléia-geral de credores deve ser composta por "titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinados".<sup>44</sup>

A combinação de detentores de créditos de natureza distinta e diferentes uns dos outros para os fins de classificação e pagamento de credores pode trazer obstáculos no que diz respeito à apreciação do plano e à apresentação do voto dos credores reunidos nessa classe.

Considerando-se a rígida separação de classes de credores nos termos da classificação de créditos estabelecida na LRE,<sup>45</sup> pareceria mais coerente que a regra da

44. Note-se ser descabida a utilização da conjunção alternativa "ou" no dispositivo em comento, uma vez que, verificando-se a existência de titulares de créditos de todas as naturezas mencionadas, todos eles serão conjuntamente inseridos em uma só classe. Deste modo, já que a inclusão de titulares de um tipo de crédito não exclui a admissão de outros tipos de credores, não faz sentido o uso da conjunção ora tratada.

45. Ao estabelecer a divisão rígida das classes, a lei brasileira não permite que o plano preveja a separação de credores em grupos distintos dos indicados no art. 41. Além disso, a rígida hierarquia estabelecida pelo art. 41 é inconsistente com o previsto no art. 83. Essa incoerência torna ainda mais relevante a utilização de princípios por meio do estabelecimento de regras claras acerca do tratamento a ser conferido aos credores, tais como a *unfair discrimination* e a *fair and equitable*.

*unfair discrimination* fosse aplicada com relação aos membros de cada uma das classes apresentadas no art. 83 da lei, e não relativamente aos credores divididos conforme o art. 41. Dessa maneira, o instituto seria utilizado consoante a sua origem, dispensando tratamento igualitário aos semelhantes.

O ideal seria que o art. 41 refletisse a classificação constante do art. 83, com a existência de seis classes de credores<sup>46</sup> na formação da assembléia geral de credores, em vez de apenas três. Nesse caso, o *cram down* não seria utilizado para a superação do veto de apenas uma classe dissidente, mas para suplantar a desaprovação de uma minoria de classes.<sup>47</sup> Contudo, essa não foi a opção do legislador brasileiro.

Assim sendo, a única solução interpretativa com vistas à adequada separação dos interesses dos credores é considerar a divisão de classes do art. 83 na verificação da ausência da *unfair discrimination* dentro da terceira classe. Nesse sentido, caso a terceira classe desaprovasse o plano de recuperação, o juiz deveria (a) considerar a classe subdividida de acordo com a hierarquia estabelecida para os casos de falência, conforme o art. 83; (b) identificar quais subclasses não atingiram o quórum de aprovação; (c) verificar se, em cada uma das subclasses em que não foi atingido o quórum de aprovação, os credores receberam tratamento igualitário (v. gráfico 1 do Anexo 2).

Tome-se como exemplo uma classe dissidente formada por credores com pri-

vilégio especial e credores quirografários. Suponha-se, ainda, que os credores com privilégio especial tenham aprovado o plano e que a discordância da classe tenha sido causada pelo voto dos credores quirografários. Nesse caso, para verificar o cabimento do *cram down*, o juiz deveria separar a classe em duas subclasses, reunindo, em uma, os credores com privilégio especial e, na outra, os quirografários (conforme o art. 83, IV e VI, respectivamente). Caberia ao magistrado avaliar o tratamento igualitário concedido pelo plano não com relação à terceira classe como um todo, mas apenas dentro da subclasse dos quirografários. Assim, não haveria discriminação injusta caso houvesse homogeneidade nas condições de pagamento dos credores quirografários.

Essas interpretações tentam combater os potenciais conflitos decorrentes da separação dos credores nos termos do art. 41, que podem acarretar dificuldades à consecução do *cram down*.

Note-se que a proposta apresentada deve ser aplicada em conjunto com as regras abaixo desenvolvidas relacionadas ao aferimento do respeito à ordem de pagamento de créditos na terceira classe de credores (v. item 3.3.2.3).

### 3.3 Ausência de preocupações com a ordem de pagamento de créditos ("fair and equitable rule")

#### 3.3.1 Interpretação e críticas

Conforme já adiantado, dentre os requisitos para a superação do veto de uma classe, a LRE não lista a exigência de que a ordem da classificação dos créditos seja respeitada. Ao contrário do que se verifica nos direitos estadunidense e alemão, não se exige, para que a desaprovação de uma das classes seja superada, que os créditos de classes inferiores à classe dissidente tenham tratamento menos favorecido e que os créditos de classes superiores não rece-

46. Essas classes seriam: titulares de créditos trabalhistas e decorrentes de acidente de trabalho; titulares de créditos com garantia real até o limite do valor do bem gravado; titulares de créditos com privilégio especial; titulares de créditos com privilégio geral; titulares de créditos quirografários; titulares de créditos subordinados.

47. Nesse caso, o requisito constante do art. 58, § 1º, inc. II, deveria ser modificado para permitir a interpretação proposta, segundo a qual a aprovação da maioria das classes votantes autorizaria a utilização do *cram down*.

bam mais do que os seus respectivos valores.

Em face da inexistência de previsão de preocupações relacionadas ao tratamento entre credores em nível vertical, tal qual apresentada nos termos da *fair and equitable rule*, algumas perplexidades podem surgir e a insuficiência da proteção à classe dissidente torna-se nítida.

Um exemplo dessa conclusão pode ser obtido da possível situação consistente na apresentação de um plano de recuperação que preveja o pagamento integral das classes de credores com garantia e de credores quirografários e o diminuto adimplemento dos créditos trabalhistas e decorrentes de acidentes de trabalho. Caso a homologação do plano seja obtida mediante o *cram down*, ou seja, superando-se o veto dessa última classe de credores, chegar-se-á à situação em que os credores trabalhistas perderão direitos (de forma limitada nos termos do art. 54 da LRE), muito embora tenham rejeitado a proposta do devedor.

Para combater a ausência de tratamento equânime no exemplo apresentado, a regra da *fair and equitable* torna-se imperativa.

A referida regra está relacionada à estipulação de respeito à ordem de prioridade no pagamento das classes. De fato, a LRE não contém nenhuma previsão quanto à observância da regra de classificação dos créditos dentro da recuperação judicial. Tal estipulação apenas é encontrada no que diz respeito à classificação dos credores para os fins da falência.<sup>48</sup> Isso significa que o plano de recuperação pode estabelecer mudanças na ordem de pagamento, tal qual no exemplo supra indicado.

A ausência de qualquer estipulação de observância à classificação de créditos parece não ocasionar prejuízos às classes de credores nas situações em que todas elas concordarem com o plano elaborado pelo

devedor.<sup>49</sup> Nos casos em que houver um veto à aprovação do plano, contudo, a inexistência de preocupação com o tratamento equânime em nível vertical torna-se nociva, na medida em que permite sacrificar os direitos da classe discordante em benefício das outras.

### 3.3.2 Contribuições à interpretação da lei

Dentre todos os desacertos do legislador pátrio no que diz respeito ao tema em apreço, a ausência de preocupações com a ordem de pagamento dos créditos, nas situações de *cram down*, parece ser o mais grave.

Como visto, os requisitos de percentuais de aprovação e de tratamento igualitário podem ser objeto de críticas, mas não representam inconveniente capaz de perturbar de forma irremediável a aplicação da norma. O mesmo, contudo, não se pode dizer com relação à inexistência de considerações sobre o tratamento vertical entre as classes de credores.

Esse quadro demonstra que o legislador brasileiro agiu corretamente ao estipular ao menos uma possibilidade de superação do veto de uma classe de credores em prol da concessão da recuperação, mas esqueceu-se de importar de forma completa o útil mecanismo do *cram down*. Dessa forma, previu-se o requisito de ausência de discriminação injusta entre credores da mesma classe, mas deixou-se de estabelecer a regra da *fair and equitable*, a qual, conforme supra apontado, constitui garantia que acompanha e está intimamente ligada à *unfair discrimination* nos casos de confirmação do plano contra a vontade de classes de credores.

Ao que tudo indica, a preocupação com o âmbito vertical de tratamento aos credores foi substituída pela previsão dos diversos quóruns necessários à superação do veto de uma classe, conforme estabele-

48. V. art. 83 da LRE para os casos de falência.

49. Cf., contudo, item 4.5, infra.

cidos no § 1º, do art. 58. Contudo, a rigidez imbuída na estipulação de rígidos quóruns, de um lado, presta um desserviço à satisfação dos objetivos do *cram down* ao dificultar, sem justificativa, a sua prática, e, de outro, não cumpre o papel de proteger os credores pertencentes à classe dissidente contra perdas relativas à ordem de pagamento.

Sabe-se que o instituto da recuperação judicial, tal qual estabelecido na LRE, atribuiu grande ênfase às decisões dos credores, entregando, inclusive, a eles a deliberação acerca da viabilidade da empresa, ou seja, da aprovação do plano. Sabe-se, também, que, uma vez aprovado pelas classes, mediante a maioria exigida em lei, o plano pode dispor livremente sobre a composição e pagamento dos créditos.<sup>50</sup>

Face à respeitável autonomia conferida às partes, credores e devedor, no ajuste dos termos a regular a sua relação obrigacional, não contém a lei, salvo no que diz respeito aos credores trabalhistas,<sup>51</sup> nenhuma preocupação com a indicação da ordem de pagamento dos créditos sob o plano de recuperação. Tal solução parece de todo consentânea com a referida autonomia nas situações em que todas as classes de credores estiverem de acordo com as suas estipulações.

Contudo, nos casos em que a superação do veto de uma das classes de credores for necessária para a aprovação do plano, ou seja, sempre que o voto contrário à proposta do devedor for desconsiderado pelo magistrado quando da homologação do plano, as preocupações com a ordem de classificação dos créditos tornam-se relevantes.

Face ao reconhecimento da importância de uma regra análoga àquela da *fair and equitable* norte-americana, que, com ajus-

tes, encontra-se refletida também na legislação alemã, importa criar, para o ordenamento pátrio, interpretações que levem em consideração o respeito à classificação das classes de credores.

Conforme detalhado acima, a regra norte-americana estipula requisitos distintos para cada uma das classes de credores capazes de atribuir ao plano a característica de *fair and equitable*. Por outro lado, a *InsO* exige apenas que nenhum outro credor receba valores econômicos excedentes ao valor total do seu crédito e que nem os titulares de créditos com classificação inferior ao da classe dissidente, nem o devedor e nem os detentores de participação no capital do devedor recebam qualquer valor econômico.

As construções interpretativas expostas a seguir levarão em consideração a experiência estrangeira, adaptando-a aos objetivos da LRE.

Um problema a ser enfrentado em tal tarefa diz respeito à inaplicação do art. 83, relacionado à classificação dos créditos, ao instituto da recuperação judicial. O referido dispositivo, nos termos da LRE, deve ser empregado apenas aos procedimentos falimentares, o que também traz dificuldades na análise da *unfair discrimination*, como já visto. Em consequência, a separação de credores em classes para a votação do plano não coincide com as divisões previstas para os fins da falência. Essa diferença é parcialmente justificada porque nem todos os credores participantes da falência estão incluídos na recuperação judicial.

Ciente dessa dificuldade, a propositura de possíveis regras tendentes a inserir considerações sobre o tratamento vertical entre credores nos casos de *cram down* partirá da seguinte classificação dos créditos, a qual decorre de aplicação analógica do art. 83 da LRE aos casos de recuperação judicial: (i) os créditos decorrentes da legislação do trabalho, com limitação a cento e cinquenta salários-mínimos por credor, e os créditos decorrentes de acidente de traba-

50. Para comentários sobre a estipulação de tratamento desigual entre os credores quando da aprovação do plano por todas as classes, v. item 4 infra.

51. V. art. 54 da LRE.

lho constituem a primeira classe de credores para os fins da regra de respeito à ordem de créditos na recuperação (“classe de trabalhadores”); e (ii) os créditos com garantia real até o limite do valor do bem gravado constitui a segunda classe para os fins da regra de respeito à ordem de créditos na recuperação (“classe de garantidos”). No que diz respeito à terceira classe, as considerações respectivas serão feitas quando do tratamento específico da interpretação proposta a ela.

Cabe, ainda, ressaltar que as soluções ora propostas devem ser estudadas juntamente com as considerações acerca da *unfair discrimination* tecidas acima (item 3.2), na medida em que, conforme já salientado, a regra da *fair and equitable* deve ser aplicada em conjunto com e está intimamente relacionada à garantia de ausência de discriminação injusta. Destarte, apenas interpretações conjugadas de ambas as regras são capazes de satisfazer por completo o objetivo de proteção mínima à classe dissidente à aprovação do plano de recuperação.

Feita essa breve introdução, cumpre passar à indicação de vias interpretativas com relação a cada uma das classes de credores.

### 3.3.2.1 *Propostas quanto à classe de trabalhadores*

Cumprindo inicialmente notar que os créditos trabalhistas foram inseridos na primeira classe com limitação a 150 salários-mínimos para apuração da *fair and equitable*, em dissonância com o que ocorre para os fins de manifestação do voto na recuperação judicial, pois a exigência de pagamento integral de tais credores tornar-se-ia empecilho de grande monta à maioria dos casos em que a superação do veto de tal classe se apresentasse necessária. De fato, a exigência de satisfação total dos créditos trabalhistas vai de encontro à regra de pagamento dos credores sob a falência e cons-

titui exigência de extrema severidade capaz de desequilibrar os direitos em jogo e inviabilizar muitas recuperações judiciais. Essa classificação, contudo, não busca prejudicar os direitos dos trabalhadores, os quais serão devidamente ponderados a seguir.

Nas situações em que a classe de trabalhadores reprovar o plano de recuperação, as seguintes possibilidades são propostas como regra de aferição do respeito ao tratamento vertical:

(i) pagamento integral do limite de 150 salários-mínimos e dos créditos decorrentes de acidentes de trabalho na sua integralidade antes que qualquer valor possa ser entregue às classes inferiores; ou

(ii) (a) pagamento integral do limite de 150 salários-mínimos e dos créditos decorrentes de acidentes de trabalho na sua integralidade antes que qualquer valor possa ser entregue às classes inferiores, e (b) inexistência de previsão de pagamento superior a 100% dos créditos das classes superiores à subclasse dos credores quirografários.

A hipótese (i), embora determine o respeito à hierarquia dos créditos conforme o art. 83, I, protege apenas os credores trabalhistas cujo crédito não ultrapasse os 150 salários-mínimos. Os credores que possuem valores excedentes a esse limite não contam com nenhuma garantia adicional.

A hipótese (ii) resolve o problema dos titulares de créditos trabalhistas excedentes a 150 salários-mínimos ao determinar que as classes que lhe são hierarquicamente subordinadas não recebam mais do que o total de seus créditos. Essa regra garante que os saldos dos créditos derivados da legislação do trabalho, considerados quirografários nos termos do art. 83, VI, “c”, sejam minimamente protegidos ao assegurar a inexistência de pagamento excessivo aos credores garantidos e aos titulares de créditos com privilégio especial ou geral.

Conclui-se, portanto, que a melhor opção é a alternativa (ii) por proteger to-

dos os créditos sem gerar tensão entre os credores com interesses diversos.

Contudo, pode-se alegar que, tendo em vista o disposto no art. 54, o qual determina o pagamento, no prazo máximo de um ano, dos créditos trabalhistas e decorrentes de acidente de trabalho vencidos até a data do pedido da recuperação judicial, a aplicação da hipótese (ii) juntamente com a garantia legal contida em tal artigo demonstra-se excessiva. Exigir que a superação do veto da classe de trabalhadores dependa não apenas da satisfação de seus créditos em apenas um ano, como também dos requisitos da *fair and equitable* tais quais supra apontados poderia resultar na denegação de recuperações viáveis.

A excessividade de tal cumulação, porém, não se verifica caso seja aceita a interpretação de que o pagamento no prazo máximo de um ano previsto no art. 54 refere-se apenas ao limite de 150 salários-mínimos com relação aos créditos trabalhistas. Motivo para essa leitura do dispositivo em comento é que apenas os créditos trabalhistas até o valor de 150 salários-mínimos possuem natureza trabalhista sob a LRE (v. art. 83, I). Os valores que excedam esse limite são considerados créditos quirografários e, portanto, devem ser tratados como tal (art. 83, VI, "c"). De fato, essa parece ser a interpretação mais condizente com o objetivo da preservação de empresas e com a aplicação dos dispositivos referentes à classificação de créditos à recuperação judicial.

Como decorrência dessa limitação, contudo, resultaria que os credores trabalhistas cujos créditos excedessem o valor correspondente a 150 salários-mínimos ficariam sem nenhum poder de manifestação na classe em que tal excedente estaria incluído, ou seja, na classe dos quirografários. Sobre o assunto, sabe-se que o § 1º, do art. 41, da LRE determina que os titulares de créditos decorrentes da legislação do trabalho devem votar na classe dos trabalhadores com o total de seu crédito, independentemente de valor. Isso significa que o

legislador não quis atribuir direito de voto aos trabalhadores na classe dos quirografários, ao contrário do previsto aos credores garantidos cujos créditos ultrapassem o valor do bem gravado (art. 41, § 2º). Contudo, essa também não parece ser a solução mais adequada. Os credores trabalhistas devem, na verdade, votar na classe trabalhista com o total de seus créditos *de natureza trabalhista*, ou seja, créditos limitados a 150 salários-mínimos, consoante o disposto no art. 83, I. Na classe dos quirografários deve-se atribuir direito de voto aos credores trabalhistas titulares de excedentes na qualidade de credores quirografários, em analogia ao que ocorre com os créditos não cobertos pelas garantias reais.<sup>52</sup>

Prova da total incoerência da previsão de pagamento integral dos créditos trabalhistas no prazo de um ano, tal qual estabelecido no art. 54, é o fato de que caso o devedor não consiga arcar com esse dever e descumpra, por esse motivo, o plano, sua recuperação judicial será convalidada em falência e, sob esse procedimento, os credores trabalhistas, cuja impossibilidade de pagamento integral tenha resultado na decretação da quebra, receberão apenas até o limite de 150 salários-mínimos antes que os demais credores sejam pagos. Isso demonstra que, em caso de recuperação judicial, o art. 54 garante aos trabalhadores uma situação de pouquíssimo sacrifício e benefícios desproporcionais quando comparados aos auferidos pelo devedor e demais credores.

Face ao exposto, conclui-se que a aplicação da regra da *fair and equitable* proposta na hipótese (ii) serve para proteger

52. A ausência de previsão de direito de voto aos trabalhadores na classe dos quirografários justifica-se em vista da inexistência de limitação, na recuperação judicial, dos créditos trabalhistas. Entretanto, face à interpretação ora proposta, segundo a qual os créditos trabalhistas devem ser limitados, na classe dos trabalhadores, a 150 salários-mínimos, impõe-se a atribuição do direito de voto aos credores trabalhistas cujo excedente dos créditos seja considerado quirografário.

os credores da classe de trabalhadores e não se torna garantia excessiva caso cumulada com (a) a interpretação de que o pagamento previsto no art. 54 diz respeito aos créditos de natureza trabalhista, ou seja, aqueles com valor limitado a 150 salários-mínimos, e (b) a atribuição de direito de voto na classe dos quirografários aos detentores de créditos trabalhistas que excedam o limite de 150 salários-mínimos, considerados quirografários por força do art. 83, VI, "c".

Da referida condição (b) resulta proteção suficiente ao crédito trabalhista excedente a 150 salários-mínimos, tornando-se dispensável, e até mesmo imprópria, a proibição de pagamento acima de 100% dos créditos das classes superiores à subclasse dos credores quirografários, tal qual acima previsto na hipótese (ii). Uma vez que tais créditos excedentes são considerados quirografários, sua proteção deve ser feita em consonância com as regras aplicáveis aos demais credores dessa subclasse, não cabendo nenhuma diferenciação em razão de seus titulares. A solução adotada para a terceira classe de credores, na qual os titulares de créditos decorrentes da legislação do trabalho excedentes a 150 salários-mínimos estão inseridos, será demonstrada no item 3.3.2.3 abaixo.

A conclusão é a de que a regra da *fair and equitable*, juntamente com a garantia do art. 54 limitada aos 150 salários-mínimos, deve ser adaptada a partir da hipótese (ii), da seguinte forma: (a) pagamento integral do limite de 150 salários-mínimos e dos créditos decorrentes de acidentes de trabalho na sua integralidade, antes que qualquer valor possa ser entregue às classes inferiores, e (b) atribuição de direito de voto na classe dos quirografários aos credores trabalhistas pelo valor de seus créditos que exceder 150 salários-mínimos (v. gráfico 2 do Anexo 2).

### 3.3.2.2 Propostas quanto à classe de garantidos

Nas situações em que a classe de garantidos reprovar o plano de recuperação,

as seguintes possibilidades são propostas como regra de aferição do respeito ao tratamento vertical:

(i) (a) nenhum credor pertencente à classe trabalhista pode receber mais do que cento e cinquenta salários-mínimos, no caso de créditos decorrentes da legislação do trabalho, ou mais do que o valor total do seu crédito, no caso de créditos decorrentes da legislação do trabalho inferiores a cento e cinquenta salários-mínimos, de créditos decorrentes de acidente de trabalho e de créditos trabalhistas vencidos antes da apresentação do pedido da recuperação, e (b) pagamento integral dos créditos garantidos antes que qualquer valor possa ser entregue aos credores da terceira classe; ou

(ii) (a) cada um dos credores garantidos deve permanecer com a sua garantia real sobre o bem, seja ele mantido com o devedor ou alienado a terceiros, e receber pagamento diferido de ao menos o seu crédito garantido, ou (b) cada um dos credores deve receber a garantia sobre o valor de venda do respectivo bem gravado, no caso de ele ser alienado desonerado, ou (c) cada um dos credores garantidos deve receber o valor equivalente ao seu crédito.

A proposta indicada no item (i) reflete os princípios da *fair and equitable* ao proteger a classe dissidente contra alterações na ordem de pagamento. Ela confere, porém, proteção excessiva aos credores garantidos ao exigir a sua satisfação completa antes de prosseguir ao pagamento dos créditos constantes da terceira classe.

A hipótese do item (ii) é derivada do direito norte-americano. Ela protege o direito dos credores garantidos porque não altera os termos da garantia. Além disso, ao permitir que o recebimento dos créditos garantidos seja diferido, viabiliza a construção de um plano de recuperação que preveja o pagamento dos credores com privilégio especial, geral, quirografários e subordinados. É, portanto, a solução que deve ser adotada pelo direito brasileiro.

### 3.3.2.3 Propostas quanto à terceira classe

Nas situações em que a terceira classe reprovar o plano de recuperação, as seguintes possibilidades são propostas como regra de aferição do respeito ao tratamento vertical:

(i) (a) nenhum credor pertencente à classe trabalhista pode receber mais do que cento e cinquenta salários-mínimos, no caso de créditos decorrentes da legislação do trabalho, ou mais do que o valor total do seu crédito, no caso de créditos decorrentes da legislação do trabalho inferiores a cento e cinquenta salários-mínimos e de créditos decorrentes de acidente de trabalho, e (b) nenhum credor pertencente à classe de garantidos pode receber mais do que o valor total do seu crédito garantido; ou

(ii) em caso de divisão da terceira classe, para averiguação dos requisitos do *cram down*, em "subclasses" em conformidade com o art. 83 da LRE, (a) nenhum credor pertencente à classe trabalhista pode receber mais do que cento e cinquenta salários-mínimos, no caso de créditos decorrentes da legislação do trabalho, ou mais do que o valor total do seu crédito, no caso de créditos decorrentes da legislação do trabalho inferiores a cento e cinquenta salários-mínimos e de créditos decorrentes de acidente de trabalho, (b) nenhum credor pertencente à classe de garantidos pode receber mais do que o valor total do seu crédito garantido, e (c) pagamento integral e não mais do que integral da "subclasse" superior antes que qualquer valor possa ser entregue aos credores pertencentes a qualquer das "subclasses" inferiores.<sup>53</sup>

53. Importante notar que caso essa solução seja escolhida, ela deve ser combinada com a utilização da regra de inexistência de tratamento diferenciado dentro da classe dissidente, considerando-se a divisão da terceira classe em diversas subclasses de credores, nos termos do art. 83 da LRE. Caso contrário, a aplicação da regra da *fair and equitable* levaria à discriminação de credores pertencentes à mesma classe.

A possibilidade descrita no item (i) mostra-se mais consentânea com o texto da LRE, que agrupa quatro das classes de credores em apenas uma classe da assembléia-geral. Entretanto, tal opção já foi rechaçada no item 3.2.1 devido às dificuldades dela decorrentes.

A hipótese (ii), por seu turno, é condizente com a contribuição interpretativa apontada à aplicação da regra da *unfair discrimination* para a terceira classe (item 3.2.2). De fato, conforme supra referido, a aplicação de ambas as regras deve ser feita em conjunto e de maneira coerente, de forma a permitir que o mecanismo do *cram down* atinja o objetivo de concessão da recuperação judicial sem causar injustiças aos credores da classe dissidente.

Assim, uma vez indicado que, para os fins da apuração da discriminação injusta, a terceira classe deve ser apreciada em subclasses de acordo com a divisão proposta pelo art. 83, o mesmo deve ser aplicado aos casos de tratamento vertical das classes de credores. A melhor opção, conforme já apontado no item 3.2.2, seria que a própria lei utilizasse os mesmos critérios para dividir as classes de credores na falência e na assembléia-geral. Todavia, como isso não ocorreu, a alternativa viável é a adoção da hipótese (ii).

### 3.3.3 Conclusões quanto à ordem de pagamento de créditos

Pelo exposto, a regra da *fair and equitable* no direito brasileiro deve ser a seguinte:

(i) caso a classe de trabalhadores não aprove o plano, ele será considerado *fair and equitable* se houver (a) pagamento integral do limite de 150 salários-mínimos e dos créditos decorrentes de acidentes de trabalho na sua integralidade, antes que qualquer valor possa ser entregue às classes inferiores, e (b) atribuição de direito de voto na classe dos quirografários aos credores trabalhistas pelo valor de seus créditos que exceder 150 salários-mínimos.



(ii) caso a classe dos credores garantidos não aprove o plano, ele será considerado *fair and equitable* se (a) cada um dos credores garantidos permanecer com a sua garantia real sobre o bem, seja ele mantido com o devedor ou alienado a terceiros, e receber pagamento diferido de ao menos o seu crédito garantido, ou (b) cada um dos credores receber a garantia sobre o valor de venda do respectivo bem gravado, no caso de ele ser alienado desonerado, ou (c) cada um dos credores garantidos receber o valor equivalente ao seu crédito.

(iii) caso a terceira classe não aprove o plano, ele será considerado *fair and equitable* se, existindo divisão da terceira classe, para averiguação dos requisitos do *cram down*, em "subclasses" em conformidade com o art. 83 da LRE, (a) nenhum credor pertencente à classe trabalhista receber mais do que cento e cinquenta salários-mínimos, no caso de créditos decorrentes da legislação do trabalho, ou mais do que o valor total do seu crédito, no caso de créditos decorrentes da legislação do trabalho inferiores a cento e cinquenta salários-mínimos e de créditos decorrentes de acidente de trabalho, (b) nenhum credor pertencente à classe de garantidos receber mais do que o valor total do seu crédito garantido, e (c) houver pagamento integral e não mais do que integral da "subclasse" superior antes que qualquer valor possa ser entregue aos credores pertencentes a qualquer das "subclasses" inferiores.

### 3.4 Conclusão

A LRE estipulou para o *cram down* requisitos relacionados à quantidade de votos favoráveis ao plano, ao número de classes partidárias à aprovação e ao tratamento igualitário entre credores da classe que houver rejeitado o plano. O supra exposto esclarece dois aspectos da matéria em estudo. De um lado, a lei impõe condições inexistentes nos outros ordenamentos estudados (esse é o caso dos quóruns) e não con-

ta com todos os critérios constantes das regras de *cram down* no direito estrangeiro. De outro, observa-se uma excessiva rigidez da lei, que não estabelece regras para uma atuação balizada do juiz na análise dos votos e vetos dos credores.

Face à leitura da lei, conclui-se que a única interpretação literal possível do art. 58 resulta na observância dos variados quóruns e na análise de tratamento igualitário conferido a credores da classe dissidente.

A combinação de ambos os critérios, como visto, apresenta falhas e não satisfaz nenhum dos dois objetivos do *cram down* apresentados acima. De um lado, dificulta-se a superação do veto, na medida em que são exigidas aprovações dentro da própria classe dissidente, dentro das classes concordantes e dos credores como um todo, considerados sem a diferenciação em classes. De outro, a LRE não é capaz de proteger os interesses e direitos da classe dissidente, uma vez que conta com requisito insatisfatório de apreciação das relações entre os credores quanto ao nível horizontal e nenhum requisito quanto ao vertical.

As críticas ao *cram down* brasileiro referem-se, portanto, à (i) exigência de porcentagens de aprovação, (ii) *unfair discrimination* e a reunião, na terceira classe de credores, de titulares de créditos díspares, e (iii) ausência de preocupações com a ordem de pagamento de créditos (*fair and equitable rule*). Em vista dessas dificuldades, foram traçadas, sob a influência das soluções encontradas no direito comparado e buscando uma adaptação à realidade e ao sistema concursal brasileiros, possíveis interpretações construtivas ao art. 58 da LRE.

Assim, na existência de um quadro desanimador acerca de um instituto relevante, cumpre aos intérpretes buscar uma análise do art. 58, §§ 1º e 2º, que seja sistemática, e condizente com os propósitos da lei. Esse foi o objetivo do presente item.

#### 4. A apreciação judicial do plano aprovado por todas as classes de credores na LRE

Após a análise dos ordenamentos jurídicos estrangeiros e o estudo da regra brasileira destinada a superar o veto de uma classe de credores, cumpre estudar a possibilidade de apreciação do plano de recuperação judicial que tenha sido aprovado por todas as classes de credores.

Todos os ordenamentos jurídicos estrangeiros supra estudados atribuem ao juiz o poder de, em algumas hipóteses, apreciar o plano antes da deliberação dos credores<sup>54</sup> e mesmo depois de aprovado por todas as classes. Os problemas aqui estudados referem-se ao segundo caso, ou seja, à apreciação do plano aprovado, com vistas à proteção do credor dissidente pertencente à classe concordante (“credor minoritário”).

A proteção do credor minoritário é feita, no direito estrangeiro, como visto, por meio da regra do *best-interest-of-creditors* e pela proibição de tratamento diferencia-

54. Há situações em que o plano é recusado quando da sua apresentação, sem que seja sequer submetido à apreciação dos credores. Essa possibilidade é prevista no direito norte-americano, por exemplo, quando o juiz rejeita o plano por não considerá-lo *feasible*. As leis alemã e portuguesa prevêm que o plano seja rejeitado quando, dentre outros motivos, o juiz o considerar manifestamente inexecutível ou quando sua aprovação pelos credores for muito improvável. Ao rejeitar o plano por esses fundamentos, é preciso que o juiz faça uma análise, ao que tudo indica superficial, sobre a viabilidade de sua aceitação ou de sua aplicação. A lei brasileira não traz nenhum dispositivo semelhante. O art. 53, II, entretanto, estabelece que o plano deva conter, dentre outros requisitos, a “demonstração de sua viabilidade econômica”. Esse dispositivo pode ser interpretado de três formas: (i) o juiz procede a uma análise exclusivamente formal para verificar se consta uma descrição visando a demonstrar a viabilidade econômica do plano; (ii) o juiz, mediante uma análise superficial, verifica se o plano não é manifestamente inexecutível; (iii) o juiz deve se convencer de que o plano é economicamente viável. Sobre o tema na lei brasileira, v. comentários de J. Lobo, in P. F. C. S. de Toledo e C. H. Abrão, *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, pp. 142-145.

do entre credores participantes da mesma classe. A lei brasileira, porém, não traz nenhum dispositivo específico apto a conferir proteção aos credores dissidentes no caso de aprovação do plano de recuperação por todas as classes. Dessa forma, será estudada a adequação das regras estrangeiras ao direito brasileiro, como forma de suprir as deficiências da LRE e atribuir proteção aos credores minoritários.

É preciso, portanto, conferir ao juiz a possibilidade de não homologar<sup>55</sup> um plano de recuperação que prejudique injustamente credores minoritários, de forma a respeitar todos os interesses envolvidos na recuperação judicial, conforme o disposto no art. 47 da LRE. Referido dispositivo estabelece quais são os objetivos da recuperação de empresas, resumindo o espírito da lei e informando, inclusive, em conjunto com o art. 75, os processos falimentares.

Embora nem todas as leis estrangeiras compartilhem dos mesmos objetivos da lei brasileira,<sup>56</sup> todos os ordenamentos supra analisados preocupam-se com a proteção dos interesses dos credores. Como consequência dessa preocupação, os ordenamentos norte-americano, alemão e português contemplam formas de proteção aos credores minoritários, o que não existe no direito pátrio. Considerando a necessidade de criação de uma regra com o mesmo propósito no direito brasileiro e que essas leis são regidas por objetivos distintos, é preci-

55. Cumpre notar que o ideal seria que a LRE contivesse um mecanismo de devolução do plano pelo juiz para adaptação pelas partes. Assim, credores e devedor teriam a oportunidade de ajustar o plano após as considerações feitas pelo juiz, de forma a evitar a não homologação do plano e a convalidação da recuperação judicial em falência. Trata-se de assunto de extrema importância, mas que devido à abrangência foge ao escopo do presente estudo.

56. Cf., p.ex., o Diploma Preambular e de Aprovação (Decreto-lei n. 53/2004, de 18 de março) do CIRE: “fugindo da errônea ideia afirmada na actual lei quanto à suposta prevalência da via da recuperação da empresa, modelo adoptado pelo novo Código explicita, assim, desde o seu início, que é sempre a vontade dos credores a que comanda todo o processo”.

so adaptar as soluções encontradas no direito estrangeiro aos fins buscados pela LRE.

No direito brasileiro, conforme já mencionado, a aprovação do plano de recuperação é obtida mediante a aprovação da maioria simples dos credores presentes no ato da votação cumulativamente, com relação às duas últimas classes, com a maioria dos créditos cujos titulares participaram da assembléia-geral. A exigência do voto favorável da maioria numérica dos credores é uma medida que evita que um pequeno número de credores titulares de uma grande quantidade de créditos possa aprovar um plano de recuperação. Entretanto, esse mecanismo não confere proteção suficiente porque deixa totalmente desprotegidos os credores que estão em inferioridade numérica e cujos créditos representam menos da metade do total presente na assembléia-geral.

Ademais, a LRE não estabelece a igualdade entre os credores de mesma hierarquia como requisito para apresentação do plano, nem atribui aos credores individualizados a possibilidade de requerer ao juiz a não homologação do plano caso este o coloque em uma situação inferior à que estaria se a falência fosse decretada (*best-interest-of-creditors*).

A ausência de previsão legal pela LRE de um mecanismo específico de proteção ao credor dissidente permite duas possibilidades de interpretação da atuação do juiz no caso de aprovação do plano por todas as classes:

(i) não atribuir ao juiz nenhum controle sobre o resultado da deliberação dos credores, obrigando-o a homologar, independentemente de qualquer análise do seu conteúdo, a proposta aceita na assembléia-geral;

(ii) permitir que o juiz aprecie o conteúdo do plano de recuperação após a aprovação dos credores, recusando-se a homologá-lo caso o considere inadequado.

As duas possibilidades supra descritas são, porém, impróprias.

A hipótese (i) não concede nenhum tipo de garantia aos credores minoritários. Segundo ela, o juiz só poderia recusar o plano quando este não cumprisse requisitos formais. Ele seria o responsável por verificar se o devedor teria direito a se submeter ao processo de reorganização (isto é, se cumpridos os requisitos do art. 48) e se o pedido de recuperação teria sido instruído com todos os documentos necessários (ou seja, o cumprimento dos requisitos do art. 51). Caso esses requisitos subjetivos e objetivos tivessem sido cumpridos, a lei não daria opção ao juiz senão deferir o processamento da recuperação (art. 52). Ele deveria zelar, ainda, pelo cumprimento dos prazos e certificar-se da observância dos requisitos legais. O papel do juiz seria, assim, cuidar da regularidade formal do processo.

A hipótese (ii), por sua vez, permitiria uma ampla e desmedida atuação do juiz que, sem parâmetros para analisar o conteúdo do plano, poderia homologá-lo ou não. Disso resultaria a indesejada insegurança jurídica.

A melhor opção é estabelecer critérios que permitam uma atuação balizada do magistrado. Por meio da clara definição do âmbito de atuação do juiz, quando da análise do plano aprovado por todas as classes de credores, evitam-se os prejuízos decorrentes tanto da ausência de qualquer verificação do conteúdo do documento que conduzirá a recuperação, quanto da livre apreciação do juiz na homologação do plano.

A existência de demarcações nítidas a guiar o comportamento do juiz constitui, ademais, a conjugação entre o papel decisório concedido pela LRE aos credores e os objetivos contidos no art. 47.<sup>57</sup> De fato,

57. Os objetivos declarados pelo art. 47 da LRE devem ser perseguidos durante todo o procedimento de recuperação de empresas. Considerando que a análise desse dispositivo foge aos objetivos do presente estudo, salienta-se apenas que a previsão de uma atuação balizada do juiz quando da decisão acerca da homologação do plano é um dos meios de se alcançar os objetivos da recuperação judicial.

o estabelecimento de critérios para a análise acerca da homologação do plano, tal qual ocorre no direito estrangeiro, contribui para que o princípio da preservação de empresas viáveis não sofra afrontas e seja coadunado com a concepção de que cabe aos credores deliberar acerca da proposta do devedor. A criação de requisitos a nortear a decisão do juiz minimiza a insegurança jurídica e permite que o Estado-juiz controle a deliberação dos credores mediante regras previamente estabelecidas, conhecidas pelas partes envolvidas e capazes de atribuir cobertura aos direitos dos credores que eventualmente discordem do resolvido pela assembleia-geral.

A seguir, são apresentadas regras que parecem adequadas à realidade brasileira, inspiradas no direito estrangeiro. Elas são formas adaptadas das garantias do *best-interest-of-creditors* e da *unfair discrimination*.

#### 4.1 O "best-interest-of-creditors"

A regra do *best-interest-of-creditors* consiste em exigir o pagamento aos credores dissidentes, na recuperação judicial, de, no mínimo, o valor equivalente ao que receberiam com a liquidação dos bens do devedor no caso de falência.<sup>58</sup> O credor

Além disso, é um meio de evitar que a vagueza dos termos utilizados pelo dispositivo (como "preservação da empresa") leve à sua não aplicação ou a interpretações completamente diferentes (cf., sobre os problemas de utilização de termos genéricos no direito comercial, o exemplo dado por C. Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 2ª ed., p. 37, com relação à declaração de deveres genéricos do controlador contida no parágrafo único, do art. 116, da Lei n. 6.404, de 15.12.1976). V., a respeito do art. 47, comentários de R. Sztajn, in F. S. de Souza Júnior e A. S. A. de M. Pitombo (coords.), *Comentários à Lei de Recuperação*, cit. (nota supra), pp. 220-222; e J. Lobo, in P. F. C. S. de Toledo e C. H. Abrão (coords.), *Comentários à Lei de Recuperação*, cit. (nota supra), pp. 104-111.

58. Um pré-requisito para a aplicação do *best-interest-of-creditors test* é o conhecimento de quanto os credores receberiam caso a falência do devedor fosse decretada. Observa-se, contudo, dificuldade em

minoritário estaria protegido, assim, pelo recebimento de um valor mínimo (o da liquidação) e pela garantia de que a recuperação não lhe seria, por esse motivo, prejudicial<sup>59</sup> (v. gráfico 3 do Anexo 2).

A capacidade de pagamento de no mínimo o equivalente ao que seria recebido na falência é um mecanismo de verificação da viabilidade econômica da empresa. Ele visa a uma comparação entre os resultados obtidos por uma falência e por uma recuperação com a finalidade de se optar pela alternativa que maximize o valor da empresa. É uma regra compatível com o objetivo dos sistemas de insolvência de saneamento da economia,<sup>60</sup> ao servir como um filtro para identificar as empresas viáveis. A observância dessa garantia é, assim, uma forma de se apurar em que hipóteses a recuperação de empresas deve ser considerada uma alternativa ao processo de falência.<sup>61</sup>

A proteção conferida aos credores pelo *best-interest-of-creditors test*, porém, apresenta imperfeições.

A exigência de se observar o *best-interest-of-creditors test* significa que a recuperação judicial deve ser adotada apenas quando todos os credores estiverem em uma situação não inferior à que estariam

determinar com precisão as quantias que seriam arrecadadas mediante a realização do ativo.

59. O *best-interest-of-creditors* protege o credor minoritário contra perdas em benefício dos demais credores ou do devedor. Sobre o tema, v. os comentários de A. Epstein, "From debtors shield to creditor's sword: cram down under the Chandler Act and the Bankruptcy Reform Act", in *Chicago-Kent Law Review* 55/743: "A requirement that dissenters receive liquidation value or better, rather than complete compensation, actually could protect creditors generally, in that such a requirement would prevent debtors from taking advantage of dissenters by forcing them to accept less than the value to which they are entitled".

60. Cf. L. F. de la Gándara e A. L. Calvo Carravaca, *Derecho Mercantil Internacional*, 2ª ed., p. 658.

61. United Nations Commission on International Trade Law, *Legislative Guide on Insolvency Law*, p. 11.

caso a falência fosse decretada. Por um lado, essa regra não admite a redistribuição dos créditos em prejuízo dos credores minoritários. Por outro lado, contudo, ela não implica necessariamente a maximização dos resultados e, por esse motivo, não deve ser considerada como critério mais adequado para justificar a não homologação do plano.

Além disso, exigir, como pressuposto da homologação do plano, que o credor minoritário receba sob a recuperação no mínimo o valor que seria por ele obtido em caso de falência confere força excessiva ao credor dissidente e compromete os demais interesses envolvidos na recuperação da empresa. Isso porque o *best-interest-of-creditors*, aplicado isoladamente como requisito inquestionável da homologação do plano, permite que a vontade de um único credor possa prevalecer sobre a vontade da maioria. Assim, mesmo que o plano tenha sido aceito pela maioria dos credores, o *best-interest-of-creditors test* pode impedir a concessão da recuperação, medida benéfica a diversas partes com interesses na preservação empresa, apenas com base no argumento de que os credores minoritários estariam sendo prejudicados pelo não recebimento do mínimo da falência.

O requisito da observância do *best-interest-of-creditors* pode comprometer, assim, o objetivo de preservação da empresa expressamente previsto no art. 47 da LRE, por permitir que interesses individuais se sobreponham à pluralidade de interesses na empresa em crise.

Contudo, a admissão do prejuízo dos credores minoritários em relação ao que receberiam na falência em prol da preservação da empresa não deve ser vista como medida absoluta, ou seja, não significa que a homologação do plano será imperativa em todos os casos em que a classe de credores tiver aprovado a proposta, sem a concessão de nenhuma proteção aos dissidentes. Conforme apontado abaixo (item 4.4), aos credores minoritários deve ser garantida alguma proteção.

#### 4.2 A “*unfair discrimination*”

Nas legislações acima tratadas, há, ainda, uma regra análoga, que estabelece a observância do tratamento igualitário entre credores da mesma classe nas situações em que o plano é aprovado por todas as classes de credores. Por ser uma regra baseada no mesmo princípio de tratamento paritário (o *par conditio creditorum*), ela também será aqui chamada de *unfair discrimination*.

Essa regra garante uma proteção mínima ao credor, qual seja, a de que ele não receberá proporcionalmente menos do que e/ou em condições desfavoráveis em relação aos outros titulares de créditos semelhantes (v. gráfico 4 do Anexo 2).

Tome-se, como exemplo, um caso em que o devedor elabore um plano de recuperação e, para buscar a adesão de uma das classes de credores, proponha uma divisão desigual. Detentores de 3/4 do total de créditos presentes e representantes de mais da metade do total dos votantes presentes receberiam 95% dos seus créditos. Os outros credores, minoritários, embora tivessem 1/4 do total de créditos, receberiam apenas 5%. Suponha-se, ainda, que essa proposta conseguisse a adesão dos majoritários, garantindo a aprovação da classe. Se todos os credores da mesma classe tivessem o direito de receber na mesma proporção, os minoritários poderiam exigir, como requisito para a homologação do plano, o recebimento de 95% de seus créditos.

A *unfair discrimination* pode ser uma forma eficiente de resguardo do credor individual porque evita que ele receba tratamento menos favorável do que aquele conferido aos detentores de créditos de mesma natureza, garantindo a observância da *par conditio creditorum*.

A regra da exigência da ausência de *unfair discrimination* apresenta algumas vantagens em relação ao *best-interest-of-creditors test*. A regra do *best-interest-of-creditors* pressupõe que os interesses dos credores restrinjam-se ao recebimento dos seus

créditos e, por esse motivo, compara os valores previstos no plano de recuperação com os provavelmente resultantes da liquidação dos bens no processo de falência. Os credores, contudo, podem ser fornecedores do devedor e decidir abrir mão de parte dos seus créditos para que se beneficiem da continuidade do funcionamento da empresa. Esses credores, assim, teriam estímulo a aprovar o plano ainda que não recebessem, de acordo com ele, valores tão altos ou tão rapidamente quanto em uma falência. Se a regra do *best-interest-of-creditors* fosse adotada, a decisão dos credores majoritários favoráveis à recuperação, tomada com base na ponderação entre o recebimento de seus créditos e a manutenção da empresa, seria imediatamente afastada mediante a simples verificação de que um credor dissidente não receberia, sob o plano, no mínimo o mesmo valor que seria recebido sob a falência.

A regra da *unfair discrimination* impede a ocorrência dessa situação. Ela pressupõe que o direito a voto permita que os credores aprovelem o plano que lhes for benéfico, seja por pagar mais e/ou em melhores condições do que na liquidação, seja por permitir que a empresa continue em funcionamento. A aprovação do plano pela maioria dos credores significa, nesse contexto, que o plano de recuperação é mais vantajoso para eles do que a submissão a um processo de falência. Dessa forma, a regra da proibição da *unfair discrimination* garante que os credores dissidentes, ainda que não tenham direito ao mínimo estipulado pelo *best-interest-of-creditors test*, recebam os seus créditos na mesma proporção e condições aceitos pela maioria dos credores na mesma situação.

A aplicação da regra da ausência de *unfair discrimination* também apresenta, porém, desvantagens. Nas mãos de um credor individual, a *unfair discrimination* pode ser um instrumento de pressão, que lhe permite exigir satisfação equivalente à oferecida a outro credor de mesma situação, in-

viabilizando a homologação do plano e, por conseguinte, a recuperação. A possibilidade de invocar a *unfair discrimination* pode levar o credor minoritário a impugnar o plano apenas por ser injustamente discriminado em relação aos outros, mesmo que receba a garantia mínima da falência. Dessa forma, a regra pode estimular credores que em outras circunstâncias estariam satisfeitos com o pagamento previsto no plano a adotarem condutas oportunistas, aproveitando-se do poder de barganha dos credores majoritários em benefício próprio.

A regra da ausência da *unfair discrimination*, assim, também não é a medida mais adequada à proteção do credor minoritário dissidente.

#### 4.3 “Best-interest-of-creditors” e “unfair discrimination” cumulados

Todos os ordenamentos jurídicos estrangeiros analisados prevêem a aplicação conjunta do *best-interest-of-creditors* e do tratamento não discriminatório. A conjugação dessas duas regras daria ao credor dissidente o direito de receber um valor que não fosse inferior ao que seria recebido no caso da liquidação dos bens do devedor e, simultaneamente, fosse proporcional ao recebido pelos outros credores que estivessem na mesma situação (v. gráficos 5 e 6 do Anexo 2).

Nesse caso, o credor minoritário encontraria argumento contra a aprovação do plano em dois mecanismos. Essa dupla garantia, porém, é excessiva. Se cada uma das soluções apresentadas é passível de críticas por privilegiar a posição do minoritário em prejuízo da coletividade, até mesmo quando aplicada individualmente, a utilização conjunta de ambas agrava os problemas delas decorrentes.

A aplicação simultânea das duas regras, portanto, não resolve os problemas gerados pela adoção do *best-interest-of-creditors test* e da *unfair discrimination*.

4.4 Contribuições interpretativas:  
 "best-interest-of-creditors"  
 ou "unfair discrimination"

Apresentadas as duas regras constantes do direito estrangeiro para lidar com a proteção ao credor minoritário, conclui-se que nenhuma delas, exigida isolada ou cumulativamente à outra, é adequada.

A regra do *best-interest-of-creditors* funciona melhor do que a *unfair discrimination* para se atribuir uma garantia aos credores individuais. O *best-interest-of-creditors test* compara os valores recebidos pelo credor dissidente na recuperação e na liquidação. A *unfair discrimination*, por sua vez, envolve a comparação dos valores recebidos pelo credor minoritário com os valores atribuídos aos majoritários.

Contudo, como visto nos itens 4.1 e 4.2, a aplicação das regras do *best-interest-of-creditors* e da ausência da *unfair discrimination* não é adequada para a proteção dos credores minoritários. A conjugação das duas regras para serem aplicadas cumulativamente, como visto no item 4.3, também não se mostra uma solução apropriada por não resolver e agravar os problemas trazidos pela aplicação individual das duas regras.

A solução pode ser obtida, porém, com uma conjugação de ambas as regras para que sejam aplicadas alternativamente. Essa aplicação alternativa elimina os excessos de ambas as regras. Por um lado, ela impede que o credor minoritário que já recebe o que lhe seria pago no caso de falência se aproveite da situação favorável de outros credores na mesma posição para requerer a equiparação com eles (por meio da aplicação da regra da ausência da *unfair discrimination*) (v. gráfico 7 do Anexo 2). Por outro lado, impossibilita que o credor minoritário impugne o recebimento de um valor inferior ao que receberia em caso de falência se a classe a que ele pertence aceitar receber na mesma proporção (v. gráfico 8 do Anexo 2).

Ao mesmo tempo em que impede os potenciais abusos causados pela aplicação isolada das regras do *best-interest-of-creditors* e da *unfair discrimination*, a solução proposta traz uma garantia mínima aos credores minoritários, que é suficiente para impedir que ele seja desmedidamente prejudicado, não inviabilizando a recuperação das empresas viáveis.

Segundo a regra que conjuga de forma alternativa o requisito do *best-interest-of-creditors* com o da ausência da *unfair discrimination*, para que o credor dissidente tenha o direito de impugnar, sozinho, o plano de recuperação, é preciso que nenhum deles tenha sido observado. Assim, o credor minoritário pode impugnar o plano de recuperação judicial aprovado quando verificado, cumulativamente, o seguinte:

(i) o credor minoritário votou contra a aprovação do plano;

(ii) o plano prevê que o credor minoritário receba menos do que receberia em um processo de liquidação; e

(iii) o plano prevê que o credor minoritário receba tratamento discriminatório em comparação aos demais titulares de crédito de mesma natureza.

Essa regra é condizente com a orientação pró-recuperação empresarial contida na nova lei brasileira. O credor minoritário só tem direito de impugnar o plano de recuperação caso o plano não garanta o pagamento do mínimo previsto em um processo de liquidação e caso os outros credores recebam proporcionalmente mais do que ele. Assim, o plano que atende ao *best-interest-of-creditors test* e prevê que o credor minoritário receba menos do que os outros credores na mesma situação não pode ser impugnado porque há a garantia de recebimento do mínimo da falência. Além disso, se não há *unfair discrimination*, o credor minoritário não pode reclamar por receber menos do que a garantia mínima porque a maioria dos credores, que está na mesma situação, concordou com essa disposição. A idéia é que a recuperação em-

presarial possa exigir concessões de um grupo de credores, mas não sacrificar apenas os credores minoritários, desprovidos de meios para defender eficazmente seus interesses (v. gráfico 9 do Anexo 2).

#### 4.5 Contribuições interpretativas: a observância da ordem de pagamento

A regra de proteção ao interesse dos credores minoritários acima proposta não abarca, contudo, uma possibilidade, qual seja, a de um credor aproveitar-se do fato de participar de mais de uma classe de credores para alterar a ordem de pagamento das classes de que faz parte.

Tome-se como exemplo um banco que seja titular de um crédito de grande monta. Ele pode ter uma parte do seu crédito coberta por uma garantia real e outra parte descoberta. Terá direito a voto, assim, tanto na classe dos credores com garantia real quanto na terceira classe. O banco poderá, então, usar seu direito de voto para alterar a ordem de pagamento das classes visando a maximizar seus ganhos e, portanto, a obter benefícios em detrimento dos demais credores garantidos.

A ocorrência dessa hipótese poderia ser combatida com a adoção da regra isolada do *best-interest-of-creditors* para proteção dos credores minoritários. A aplicação alternativa da regra da *unfair discrimination*, contudo, poderia neutralizar a proteção conferida pelo *best-interest-of-creditors test*, caso, por exemplo, a classe de credores garantidos recebesse, sob o plano, proporcionalmente e nas mesmas condições. A proteção dos credores minoritários, nesse caso, não poderia se basear na ausência de *unfair discrimination* porque a aprovação do plano pela maioria dos credores teria sido motivada por interesses estranhos à classe. De fato, observa-se que a aceitação do plano pela classe implica em benefícios exclusivamente aos credores que também detiverem créditos na classe privilegiada pela alteração na ordem de pagamento e em prejuízo a todos os outros.

Essa situação demonstra a conveniência da criação de uma regra para evitar a prevalência de um voto abusivo que altere a ordem de pagamento das classes. A regra ora apresentada foi inspirada na *fair and equitable rule* criada no direito norte-americano para os casos de *cram down*.<sup>62</sup> A utilização da *fair and equitable rule* como modelo para a elaboração da presente regra deve-se à sua natureza de proteção vertical dos credores, o que possibilita a observância da ordem de pagamento das classes. A existência de um credor com direito a voto em duas classes elimina a garantia de que a aprovação pela maioria da classe assegura a prevalência da vontade geral dos credores a ela pertencentes. Dessa forma, buscou-se desenvolver um mecanismo que permita garantir a proteção da classe como um todo contra alterações na hierarquia de créditos.

De acordo com a regra proposta, verifica-se a ocorrência de abuso do direito de voto com o objetivo de alteração da ordem de pagamento das classes quando:

(i) o plano de recuperação estipula a mudança da ordem de pagamento das classes;

62. Embora a regra da *unfair discrimination* possa ser adaptada para os casos de aprovação do plano por todas as classes de credores, o mesmo não ocorre de forma absoluta com o outro requisito do *cram down*, a regra da *fair and equitable*. Como visto, ambas as regras foram criadas para a proteção de classes dissidentes da aprovação do plano de recuperação. A *unfair discrimination*, embora concebida como uma garantia para a proteção de uma classe contra o tratamento favorável a outra classe de mesma hierarquia, pode ser aplicada a credores individuais pertencentes à mesma classe (pelos motivos apresentados no item 4.2 supra). Isso se deve ao fato de que a proibição da *unfair discrimination* é uma garantia horizontal. A *fair and equitable*, porém, não pode ser aplicada entre titulares de créditos de mesma natureza devido à ausência de hierarquia entre eles: ela é uma proteção atribuída à própria classe contra a mudança de sua posição na ordem de pagamentos que tenha sido desaprovada pela maioria dos credores. Por esse motivo, ela pode ser adaptada aos casos mencionados no presente item, os quais dizem respeito especificamente às situações de alteração na ordem de pagamento dos créditos.



(ii) um credor tem direito a voto em duas classes de credores distintas;

(iii) as duas classes de credores mencionadas no item (ii) sofreram mudança da ordem de pagamento;

(iv) o credor mencionado no item (ii) tem direito a receber mais do que teria se a mudança da ordem de pagamento não tivesse ocorrido;

(v) o voto do credor mencionado no item (ii) foi indispensável para a aprovação do plano de recuperação;

(vi) os credores pertencentes à classe que rejeitaria o plano caso o credor mencionado no item (ii) não tivesse votado foram prejudicados com a mudança da ordem de pagamento da classe.

Constatada a ocorrência do abuso, a participação do credor manipulador deve ser anulada na classe prejudicada para a apuração da verdadeira vontade do grupo (v. gráfico 10 do Anexo 2).

Dessa forma, a aplicação da regra da observância da ordem de pagamento traz uma solução adequada aos casos de prejuízo ao credor minoritário causados pelo abuso de direito de voto, do qual resulta a alteração da ordem de pagamento das classes, e não resolvidos pela conjugação alternativa do *best-interest-of-creditors test* e da ausência da *unfair discrimination*.

## 5. Conclusão

Este trabalho visou a estudar as possibilidades legais de o juiz não acatar a decisão da assembléia-geral de credores acerca do plano de recuperação. Buscou-se perquirir especificamente as regras relacionadas à (i) proteção da classe dissidente à aprovação do plano quando da superação do seu veto por meio do mecanismo do *cram down*, e (ii) proteção conferida a cada um dos credores afetados pelo plano nas situações em que todas as classes concordam com o plano em voga.

Inicialmente, foram abordadas as regras constantes de legislações concursais

estrangeiras sobre os dois temas indicados. Foram analisadas a lei norte-americana (*Bankruptcy Code*), alemã (*Insolvenzordnung*) e portuguesa (Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas), as quais contribuam para a compreensão dos assuntos em apreço.

Em seguida, passou-se à apreciação das regras nacionais relacionadas à superação do veto de uma das classes de credores à aprovação do plano de recuperação apresentado pelo devedor. Visou-se, assim, a entender as normas que permitem a adoção do *cram down* brasileiro.

A pesquisa revelou inúmeras falhas no trato do tema pela LRE, as quais se tornaram ainda mais nítidas após a compreensão das soluções estrangeiras. Identificadas as dificuldades constantes da utilização do instituto no ordenamento pátrio, os esforços foram destinados ao delineamento de novas formas interpretativas que, de um lado, permitissem a homologação do plano não obstante o veto de uma das classes de credores, e, de outro, satisfizessem requisitos mínimos de proteção à classe discordante.

Posteriormente, foi feita a averiguação do tema relacionado à possibilidade de o magistrado não homologar um plano de recuperação aprovado pela unanimidade das classes de credores com base na análise do tratamento conferido aos credores. Constatou-se que o direito brasileiro não incorpora nenhuma das soluções presentes nos sistemas estrangeiros, impedindo intervenções judiciais no mérito do acordo entre credores e devedor.

Face à inexistência de critérios para a atuação do juiz, foram desenvolvidos parâmetros para a verificação da ocorrência de prejuízos aos credores dissidentes à aprovação do plano.

Após o término da pesquisa, pôde-se concluir que o sistema falimentar brasileiro, recentemente modificado, carece de regras necessárias à proteção dos interesses das classes de credores discordantes no caso

de *cram down* e à atribuição de garantia mínima aos credores dissidentes no caso de aprovação do plano por todas as classes. Trata-se de uma situação em que a LRE deixou de fixar normas imprescindíveis à harmonização dos interesses envolvidos pela recuperação da empresa.

Verificou-se, portanto, que o legislador brasileiro, à luz dos avanços estrangeiros sobre o tema da empresa em crise, introduziu no ordenamento jurídico um novo instituto destinado à recuperação e manutenção de empresas, mas deixou de prever os necessários princípios que acompanham o sistema recuperacional. Nesse sentido, o *cram down* foi inserido sem a garantia imprescindível do *fair and equitable* e cercado de exigências incompatíveis com a melhor utilização do instituto, conforme a estipulação de rígidos quóruns e a determinação de tratamento não discriminatório a credores de natureza distinta. Da mesma forma, a LRE regulamentou a aprovação do plano de recuperação mediante a aceitação majoritária dos credores sem atribuir, porém, nenhuma forma de proteção aos credores minoritários.

A ausência de atenção às diretrizes básicas imprescindíveis à configuração de um sistema coerente capaz de permitir a superação da crise demonstra ser a LRE insatisfatória ao perfeito alcance dos seus próprios objetivos. Por esse motivo, a análise empreendida no presente estudo e as interpretações propostas buscaram construir mecanismos destinados a tornar a LRE um diploma coerente e capaz de refletir em suas regras os princípios basilares do instituto da recuperação de empresas em crise de forma a impedir que os votos e participações dos interessados sejam pautados apenas por interesses egoísticos. Ao final, os critérios propostos visam a permitir a cooperação entre os interesses envolvidos pela sociedade em crise, auxiliando-se, assim, a preservação da empresa e o alcance dos objetivos previstos no art. 47 da LRE.

Torna-se, face ao exposto, imperioso o desenvolvimento de avanços doutrinários

e jurisprudenciais relacionados a ambos os temas ora tratados e que permitam a interpretação das normas recém-introduzidas de forma consentânea com os objetivos da própria lei.

## 6. Bibliografia

- BAIRD, Douglas G. *Elements of Bankruptcy*. 3ª ed., Nova Iorque, Foundation Press, 2001.
- Bankruptcy Judges Division of the Administrative Office of the United States Courts. *Bankruptcy Basics (Applicable to Cases Filed on or after October 17, 2005)*, disponível in <http://www.uscourts.gov/bankruptcycourts/BB101705final2column.pdf>.
- BERGER, Dora. *A Insolvência no Brasil e na Alemanha*. Porto Alegre, Fabris, 2001.
- BROUDE, Richard F. "Cram down and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: the Settlement Imperative", in *The Business Lawyer* 39 (1984), pp. 441-454.
- CASTRO, Osório de. "Preâmbulo não publicado do Decreto-lei que aprova o Código", *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas*. Ministério da Justiça, Gabinete da Política Legislativa e Planejamento. Coimbra, Coimbra Editora, 2004.
- Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of New York. "Making the test for unfair discrimination more 'fair': a proposal", in *The Business Lawyer* 58 (2002), pp. 83-108.
- EIDENMÜLLER, Horst. *Obstruktionsverbot, Vorrangregel und Absonderungsrechte*, pp. 1-16, disponível in [http://www.horst-eidenmueller.de/forschung/veroeff/FS\\_Drukarczyk.pdf](http://www.horst-eidenmueller.de/forschung/veroeff/FS_Drukarczyk.pdf) (consultado em 9.8.2006).
- EPSTEIN, Anne W. "From debtors shield to creditor's sword: cram down under the Chandler Act and the Bankruptcy Reform Act", in *Chicago-Kent Law Review* 55 (1979), pp. 713-746.
- GÁNDARA, Luis Fernández de la, e CALVO CARAVACA, Alfonso-Luis. *Derecho Mercantil Internacional*. 2ª ed., Madri, Tecnos, 1993.

- KLEE, Kenneth N. "All you ever wanted to know about cram down under the New Bankruptcy Code", in *American Bankruptcy Law Journal* 53 (1979), pp. 133-171.
- \_\_\_\_\_. "Cram down II", in *American Bankruptcy Law Journal* 64 (1990), pp. 229-244.
- LABOVITZ, Irving D. "Outline of 'cram down' provisions under Chapter 11 of the Bankruptcy Reform Act of 1978", in *Commercial Law Journal* 86 (1981), pp. 51-56.
- MALOY, Richard. "A primer on cram down – How and why it works", in *St. Thomas Law Review* 16 (2003-2004), pp. 1-57.
- MARKELL, Bruce A. "A new perspective on unfair discrimination in Chapter 11", in *American Bankruptcy Law Journal* 72 (1998), pp. 227-263.
- \_\_\_\_\_. "Slouching toward fairness: a reply to the ABCNY's Proposal on unfair discrimination", in *The Business Lawyer* 58 (2002), pp. 109-121.
- PAIVA, Luiz Fernando Valente de. *Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo, Quartier Latin, 2005.
- POLIVY, Denice R. "Unfair discrimination in Chapter 11: a comprehensive compilation of current case law", in *American Bankruptcy Law Journal* 72 (1998), pp. 191-225.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 2ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2002.
- SEPINUCK, Stephen L. "Rethinking unfair discrimination in Chapter 13", in *American Bankruptcy Law Journal* 74 (2000), pp. 341-398.
- SERRA, Catarina. *O Novo Regime Português da Insolvência: uma Introdução*. Coimbra, Almedina, 2004.
- SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de, e PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coords.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo, Ed. RT, 2005.
- STERBACH, Charles R., e ATENCIO, Keriann M. "Why Johnny can't get paid on his general unsecured claims: a potpourri of lingering abuses in Chapter 11 cases", in *Journal of Bankruptcy Law and Practice* 14 (2005), pp. 111-150.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, e ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo, Saraiva, 2005.
- United Nations Commission on International Trade Law. *Legislative Guide on Insolvency Law*. Nova Iorque, United Nations, 2005.
- WOOD, Philip R. *Principles of International Insolvency*. Londres, Sweet & Maxwell, 1995.

ANEXO 1

QUADROS COMPARATIVOS

Assunto	Estados Unidos	Alemanha	Portugal	Brasil (interpretação literal)	Brasil (interpretação construtiva)
1. Motivos para o juiz aceitar o plano recusado pelos credores ( <i> cram down</i> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>- aprovação do plano por pelo menos uma das classes de credores afetadas;</li> <li>- não haver <i>unfair discrimination</i>; e</li> <li>- <i>ser fair and equitable</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- aprovação da maioria dos grupos autorizados a votar sobre o plano;</li> <li>- os credores do grupo dissidente não estarem em situação pior sob o plano do que estariam em um processo de liquidação (<i>best-interest-of-creditors</i>); e</li> <li>- o plano estipular uma participação econômica razoável para os credores do grupo dissidente (<i>unfair discrimination e fair and equitable</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- o plano ser proposto por um devedor não empresário ou titular de pequena empresa;</li> <li>- os credores dissidentes não estarem em situação pior sob o plano do que estariam em um processo de liquidação (<i>best-interest-of-creditors</i>);</li> <li>- os credores dissidentes não serem discriminados injustamente (<i>unfair discrimination</i>); e</li> <li>- os credores dissidentes não suscitarem dúvidas legítimas quanto à exatidão da relação dos créditos apresentada pelo devedor</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- aprovação do plano pela maioria dos créditos presentes à assembléia, independentemente de classe;</li> <li>- aprovação do plano por duas classes de credores, caso existam três, ou por uma classe, caso existam apenas duas;</li> <li>- aprovação do plano por pelo menos um terço dos credores da classe dissidente; e</li> <li>- não haver <i>unfair discrimination</i> entre os credores da classe dissidente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- aprovação do plano por pelo menos uma das classes de credores afetada pelo plano;</li> <li>- não haver <i>unfair discrimination</i> entre os titulares de crédito de mesma natureza; e</li> <li>- <i>ser fair and equitable</i></li> </ul>

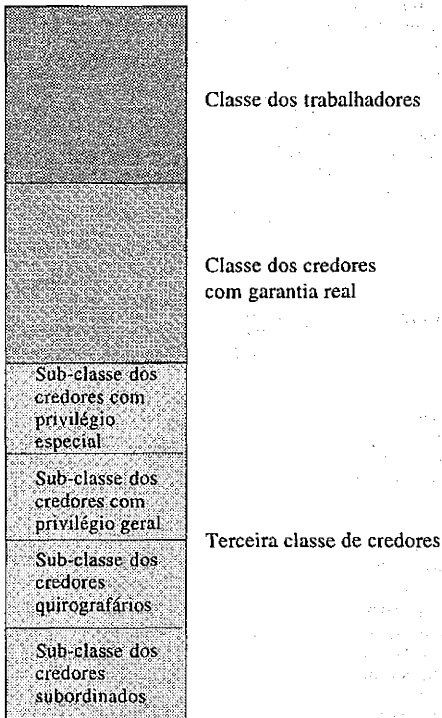
Assunto	Estados Unidos	Alemanha	Portugal	Brasil (interpretação literal)	Brasil (interpretação construtiva)
2. Motivos para o juiz recusar o plano aprovado pelos credores	<ul style="list-style-type: none"> <li>- distinguir injustamente credores da mesma classe, sem que haja concordância expressa; e</li> <li>- o plano não passar no <i>best-interest-of-creditors test</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- distinguir injustamente credores em situação semelhante, sem que haja concordância expressa; e</li> <li>- o credor dissidente requerer ao juiz a recusa do plano por estar em situação pior sob o plano do que estaria em um processo de liquidação (proteção ao credor minoritário, <i>best-interest-of-creditors</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- distinguir injustamente credores em situação semelhante, sem que haja concordância expressa;</li> <li>- devedor não proponente ou credor dissidente requerer ao juiz a recusa do plano por estar em situação pior sob o plano do que estaria em um processo de liquidação (<i>best-interest-of-creditors</i>); e</li> <li>- devedor não proponente ou credor dissidente requerer ao juiz a recusa do plano por um dos credores receber mais do que o valor do seu crédito</li> </ul>	- não há	<ul style="list-style-type: none"> <li>- estar o credor dissidente, simultaneamente, em situação pior sob o plano do que estaria em um processo de liquidação (<i>best-interest-of-creditors</i>) e em situação inferior em relação a titulares de crédito de mesma natureza (<i>unfair discrimination</i>); e</li> <li>- não ocorrer abuso do direito de voto que leve à inversão de ordem de pagamento das classes</li> </ul>

ANEXO 2

GRÁFICOS

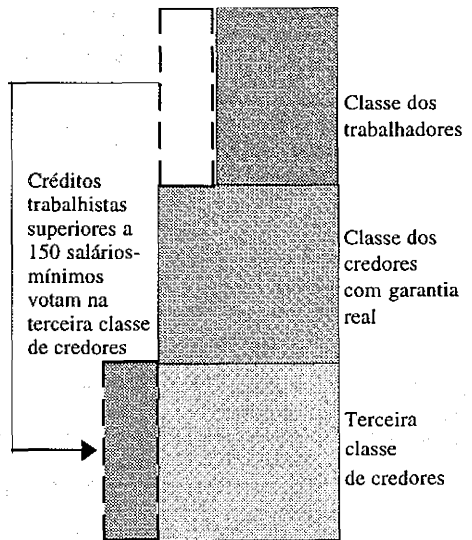
**Gráfico 1**

Critério para verificação da ocorrência de *unfair discrimination* na terceira classe de credores

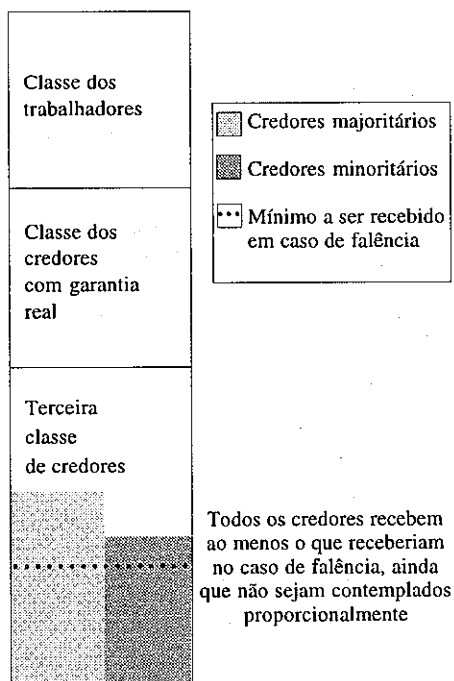


**Gráfico 2**

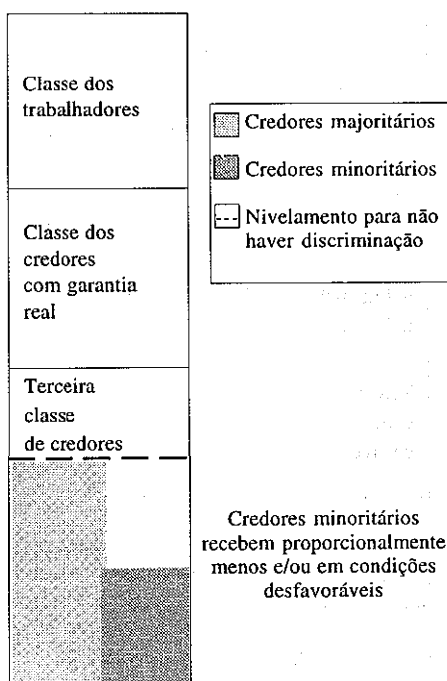
Critério para verificação da ocorrência de *fair and equitable* na classe dos trabalhadores



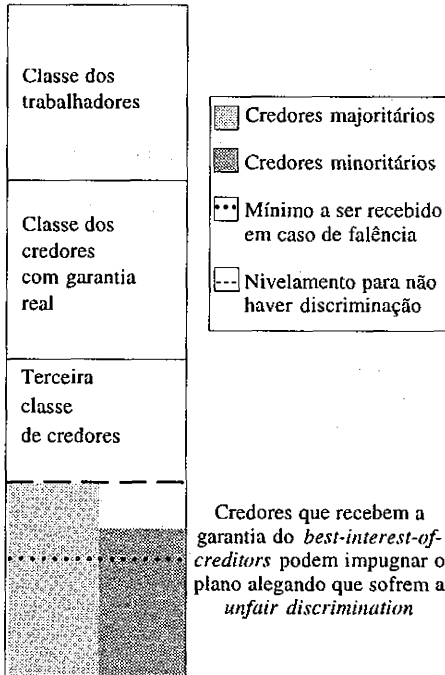
**Gráfico 3**  
*Best-interest-of-creditors test*



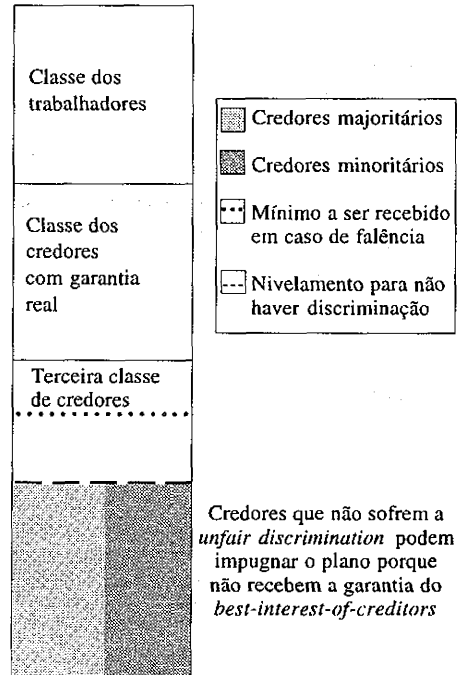
**Gráfico 4**  
*Unfair discrimination*



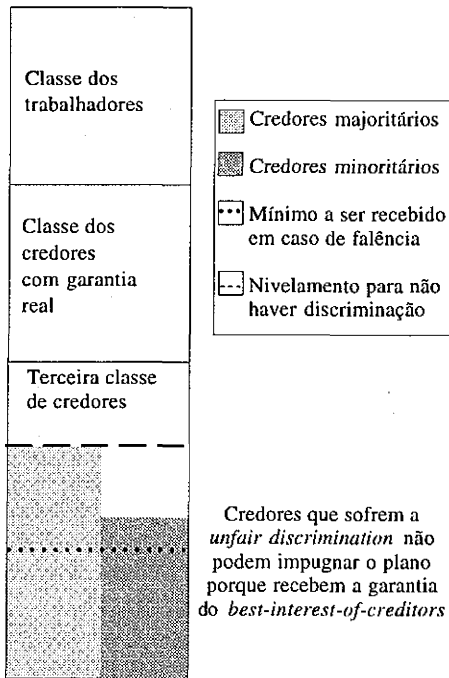
**Gráfico 5**  
*Best-interest-of-creditors e unfair discrimination*



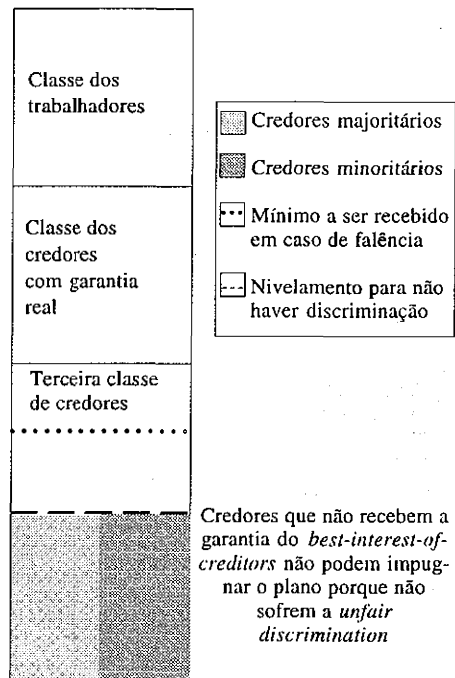
**Gráfico 6**  
*Best-interest-of-creditors e unfair discrimination*



**Gráfico 7**  
*Best-interest-of-creditors ou unfair discrimination*

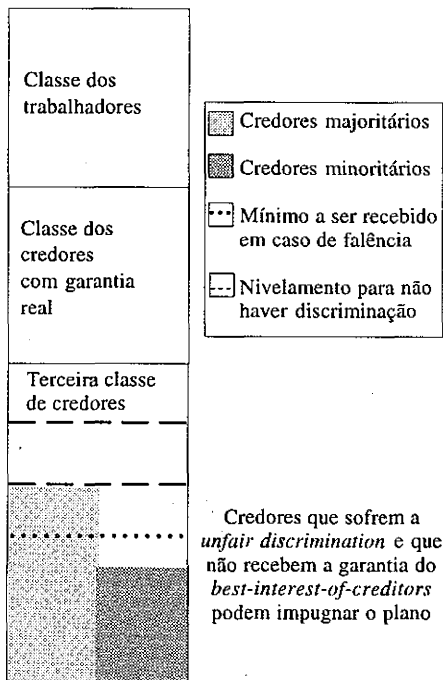


**Gráfico 8**  
*Best-interest-of-creditors e unfair discrimination*





**Gráfico 9**  
*Best-interest-of-creditors* ou *unfair discrimination*



**Gráfico 10**  
Observância da ordem de pagamento

