

REVISTA de INFORMAÇÃO LEGISLATIVA

Brasília • ano 48 • nº 191
Julho/setembro – 2011

SUBSECRETARIA DE EDIÇÕES TÉCNICAS DO SENADO FEDERAL

Sociedade de propósito específico como meio de recuperação de empresas

Gabriel Luiz de Carvalho

Sumário

1. Notas introdutórias. 2. SPE como meio: Análise de duas hipóteses. 2.1. SPE formada pelos próprios credores. 2.1.1. Escolha do tipo societário. 2.1.2. Negócio jurídico indireto. 2.1.3. Combinação com a emissão de valores mobiliários. 2.2. SPE formada pelo próprio devedor. 2.3. Principais diferenças entre as duas hipóteses. 3. Considerações finais.

1. Notas introdutórias

Cumprе esclarecer, de início, que a Lei n. 11.101/2005, em seu art. 50, trouxe uma lista exemplificativa de meios destinados à recuperação da atividade econômica. Os planos de recuperação poderão combinar dois ou mais meios, dependendo da complexidade do caso.

Quanto à escolha do mecanismo a ser utilizado na recuperação, é conferida ao intérprete legal certa liberdade. Porém, em relação ao fim, à função, prevalece a inflexibilidade, não restando opção que não seja a preservação da empresa.

Avaliar-se-á, neste artigo, a Sociedade de Propósito Específico (SPE) como meio de recuperação de empresas que se encontrem em estado de penúria. Dois casos de utilização da SPE como instrumento de reerguimento serão estudados. Primeiramente, a SPE formada pelos credores, hipótese do inciso XVI do art. 50 da Lei n. 11.101/2005, deverá ser mais bem compreendida, em

Gabriel Luiz de Carvalho é Bacharel em Direito pela Universidade Estadual Paulista "Júlio de Mesquita Filho" (UNESP), *campus* de Franca.

face não só de sua natureza jurídica e das formas societárias que poderão encobri-la, como também quanto à possível combinação com o meio representado pela emissão de valores mobiliários, caso das debêntures. Em seguida, a SPE criada pelo próprio devedor, opção, parece-nos, relativa ao inciso II do art. 50, receberá algumas explicações, ressaltando-se, desde já, que esse mecanismo de recuperação se baseia não em uma, mas em duas sociedades, sendo uma delas a SPE.

2. SPE como meio: análise de duas hipóteses

2.1. SPE formada pelos credores

Dois pilares servirão de base para a análise que se inicia, a saber: função e estrutura. Em outros termos, pode-se dizer que o objetivo é compreender a SPE (estrutura) como meio de recuperação (função) (ISFER, 2006, p. 288).

Quanto à estrutura, é importante, desde já, ressaltar que existem duas possibilidades: a SPE constituída por credores e a SPE constituída pelo próprio devedor (essa última foi o caminho seguido pelas Lojas Arapuã). Por ora, examinar-se-á a primeira hipótese, prevista pelo inciso XVI do art. 50 da Lei de Falências e Recuperações. Depois, discutir-se-á a segunda possibilidade.

A SPE do inciso XVI será formada pelos próprios credores, a fim de receberem os ativos do devedor, parcial ou totalmente, em adimplemento de seus respectivos créditos. Esse é o quadro. A SPE, segundo Manoel Alonso, adquirirá os bens que lhe cabem até o montante, o limite de seus haveres, de modo que o patrimônio remanescente continuará sob a titularidade do devedor, sendo desejável que os bens restantes sejam suficientes à satisfação de suas necessidades. Parece-nos que a adjudicação dos ativos do devedor poderá ser total ou parcial, embora o inciso XVI do art. 50 não tenha sido explícito nesse ponto. (ALONSO, 2005a, p. 266-267; ALONSO, 2005b, p. 297-298).

Antes de mais nada, cumpre explicar o que envolve a noção de adjudicação. Trata-se, a saber, de uma espécie de ato judicial por meio do qual o juiz confere a propriedade e a posse a certa pessoa de determinados bens que até então se encontravam no poder de outrem (SZTAJN, 2007, p. 246).

E como deverá ocorrer a adjudicação de bem onerado com garantia real? Para Manoel Alonso, a supressão dessa garantia ou mesmo sua substituição pressupõem, ambas, anuência prévia e expressa por parte do credor, detentor de tal garantia. Mostra-se recomendável todo esse rigor na desoneração do bem porque a intenção é não envolver “[...] desde logo a SPE em obrigações, que poderiam lhe subtrair a leveza no seu ‘cash-flow’” (ALONSO, 2005b, p. 298, grifo do autor).

O devedor, de um lado, verá reduzido o valor de seu ativo, seja ele fixo ou imobilizado, com a adjudicação à SPE de credores; de outro, porém, terá um passivo exigível menor, aumentando as chances de recuperação da empresa (ALONSO, 2005a, p. 267).

Essa possibilidade de formação de sociedade de ativos constitui uma novidade muito bem-vinda trazida pela Lei n. 11.101/2005, pois, além de possibilitar a liquidação do passivo, libera o resto dos bens para negociações diretas ou para aproveitamento mediante exploração própria (HENTZ, 2005, p. 52).

Os bens que compõem o ativo do empresário devedor lhe devem ter sido transferidos previamente, seja a título de integralização de capital social ou, então, venda e compra. Ou seja, esses bens já devem fazer parte do patrimônio do devedor para que possam ser adjudicados à SPE. Para Fábio Ulhoa Coelho (2004, p. 119), o meio previsto no inciso XVI do art. 50 representa mero “[...] desdobramento da medida representada pela dação em pagamento com a sofisticação da intermediação por uma nova sociedade constituída exclusivamente com a finalidade de servir à adjudicação”¹.

¹ Para Rachel Sztajn (2007, p. 246), no mesmo sentido, a entrega dos bens do devedor à SPE não foge do meio representado pela dação em pagamento.

O sucesso da medida, segundo o autor, está vinculado, em essência, à manutenção, no estabelecimento, dos bens considerados fundamentais para que o devedor continue exercendo sua atividade empresarial, possibilitando seu reerguimento.

No tocante à sociedade constituída pelos credores, duas situações precisam ser investigadas, a saber: a estrutura societária que será utilizada e a natureza do negócio jurídico feito pelos credores.

Em relação aos modelos empresariais, sabe-se que o direito societário brasileiro é de tipicidade fechada. Entretanto, em face dos não empresariais, é de tipicidade aberta. É sabido que as atividades de propósito específico podem ser praticadas por sociedades empresariais e não empresariais, sendo excluídas apenas as sociedades cooperativas. Na escolha da forma societária, Edson Isfer (2006, p. 293) auxilia declarando a existência de dois critérios fundamentais: a) a diferença de classificação entre os credores; e b) o objeto social a ser perseguido pela SPE.

Na SPE formada por credores, constituída para acolher os bens do devedor, certamente inexistirá a chamada *affectio societatis*. É provável que “[...] não haverá, entre os sócios, qualquer vínculo maior que o desejo de organizar uma sociedade para receberem seus créditos” (ISFER, 2006, p. 296). Deve obrigatoriamente existir, contudo, algum vínculo capaz de promover a sustentabilidade da sociedade, o qual é justamente a organização.

Em busca da conciliação dos interesses dos diversos credores, é de fundamental importância a apresentação de um plano de caráter isonômico, ou seja, tratando com igualdade os credores que estão na mesma classe e com a devida desigualdade aqueles que se encontram em classes distintas, tudo de forma a respeitar o princípio da isonomia. Essa distinção de tratamento deve haver não só antes da formação da SPE, mas também depois da outorga da personalidade jurídica, já no âmbito de sua atuação (ISFER, 2006, p. 294-296).

Afirma-se, por fim, que nenhum vínculo estabelecerá a SPE com o empresário devedor, sendo, portanto, uma sociedade autônoma e independente. O devedor, ao ver extintas suas obrigações na quantia correspondente ao valor dos bens que forem entregues à SPE de credores, continuará exercendo suas atividades, mas sem a sobrecarga que anteriormente pesava sobre seus ombros (ALONSO, 2005a, p. 267).

2.1.1. Escolha do tipo societário

Para examinar os tipos societários mais eficientes na adjudicação dos ativos do devedor, é necessário ter em mente estes dois fatores: a) as diferentes classificações de credores; e b) a imprescindibilidade das condições para que eles, credores, possam organizar a SPE desejada (ISFER, 2006, p. 297-298).

A escolha da forma societária eficaz para a execução do propósito específico (adjudicação dos bens do devedor) pressupõe a consideração de certos elementos. Um deles gira em torno da complexidade da estrutura, pois o tipo societário adotado pela SPE deve permitir a conciliação dos sócios distribuídos em mais de uma classe de direitos. Outro elemento corresponde precisamente à atividade que será exercida (ISFER, 2006, p. 298).

E qual será a atividade a ser desenvolvida pela SPE constituída pelos credores no contexto da recuperação judicial de empresas em crise? Tal SPE será especificamente criada para receber os bens do devedor, após sua expropriação. Ademais, defende-se que o propósito específico é imutável. Resolvido seu escopo, a SPE deverá ser dissolvida, pois não existe mais sua razão de ser (ISFER, 2006, p. 298-299).

Uma ressalva merece ser novamente reforçada: os ativos transferidos aos credores devem corresponder aos bens que não são necessários à continuidade da empresa do devedor. Ter-se-á, portanto, a entrega dos ativos dispensáveis ao exercício da empresa.

Cumpra aqui fazer uma importante diferenciação entre a SPE objeto de nosso estudo e a sociedade de credores prevista no rol do art. 50: na constituição da sociedade de credores, hipótese disposta no inciso X do art. 50 da Lei n. 11.101/2005, diversamente da SPE do inciso XVI, poderá haver diversificação de atividades ou assunção das atividades antes exercidas pelo devedor. Na SPE, ao contrário, o objeto é único e imutável, reduzindo-se ao recebimento de bens (ISFER, 2006, p. 298-299, nota de rodapé n. 561).

Edson Isfer argumenta que a SPE a ser constituída pelos credores, conforme o já citado inciso XVI, não exercerá atividade empresarial. Eis seu raciocínio:

“A sociedade criada com o propósito específico de adjudicar ativos não tem atividade operacional. Sua existência é efêmera e visa, tão-somente, dar guarida a interesses que não seriam conciliáveis de forma isolada. Sua operação se resumirá aos atos necessários para adjudicar os bens, harmonizar os interesses e promover sua liquidação. Não há qualquer atividade econômica organizada para a produção de bens ou de serviços (art. 966, CCB). Sendo assim, não será empresarial” (ISFER, 2006, p. 299, grifo do autor).

A atividade, como se viu, não é empresarial. Sendo assim, apenas duas formas societárias seriam possíveis, quais sejam: sociedade simples ou cooperativa. Excluímos de plano, no entanto, esse último tipo e alertamos para que a sociedade simples seja tratada como gênero, e não como espécie, à luz do art. 983 do Código Civil (CC) de 2002. A SPE formada pelos credores jamais será empresarial, podendo, a saber, assumir um dos modelos personificados previstos no atual CC, com a exclusão da sociedade cooperativa (ISFER, 2006, p. 300-301).

Passemos então à conjugação desses comentários com o estudo dos moldes societários, à luz da disponibilidade de meios para o exercício dos diferentes direitos dos sócios.

Edson Isfer (2006, p. 300-301) defende a tese – a princípio, estranha – de que a sociedade anônima atenderia perfeitamente a essa função, pois, para ele, tal tipo é empresário não em razão de sua atividade, mas por opção legal. De modo que, mesmo que a atividade não seja empresarial, o modelo pode ser o de uma anônima. Trata-se da denominada empresarialidade em função da forma.²

A comandita por ações serviria. Porém, a responsabilidade de alguns credores, em benefício de todos, não se coaduna com o objetivo visado.

A forma limitada, por sua vez, também tem estrutura condizente, sendo possível a divisão das quotas em espécies e classes. Para tanto, é necessário que o contrato social adote supletivamente a Lei n. 6.404/1976 – Lei das Sociedades por Ações (LSA) – e regre pormenorizadamente referida divisão.

Os tipos societários mais eficientes, portanto, ao desenvolvimento da atividade prevista no inciso XVI do art. 50 da Lei n. 11.101/2005 “[...] são a sociedade anônima e a sociedade simples, sob a forma de sociedade

²Para melhor compreender o entendimento de Edson Isfer sobre a sociedade anônima, leia-se o trecho que se segue: “Ressalta-se a questão de lógica do sistema, em face da contradição que poderia surgir, já que estaremos trabalhando com uma sociedade simples, no seu aspecto material, com opção expressa por um modelo que rege a sociedade empresarial por excelência (sociedade anônima), no seu aspecto formal. Entendemos que a este argumento poderiam ser contrapostos dois outros. De um lado, a opção por uma estrutura mais complexa não precisa compreender o sentido material da sociedade empresarial. Exemplo disso é o próprio Código que permitiu ao particular utilizar-se, para a atividade não empresarial, de qualquer das formas das sociedades empresariais. De outro, poderia ser pensado na condição de estabelecer regramentos específicos e não generalizantes, para determinadas parcelas da estrutura de que necessitasse o particular. Assim, poderia optar-se, por exemplo, por reger as espécies e classes de ações, o estabelecimento de conselho de administração, como forma de resolver o problema, sem cogitar de um amplo esquema de subsidiariedade da LSA. Esses dois argumentos, em nosso pensar, são suficientes para neutralizar aquele da falta de lógica do sistema” (ISFER, 2006, p. 302, nota de rodapé n. 570).

limitada, com cláusula expressa de que as omissões da lei serão supridas pela LSA” (ISFER, 2006, p. 303, grifo do autor).

De fato, na SPE em comento, tanto a limitada como a anônima outorgam aos sócios as ferramentas adequadas a fim de que eles possam organizar sua atividade com o menor risco possível.

A SPE criada pelos credores, em busca da entrega dos ativos do devedor, será, quanto à sua classificação, de capital. Em vista de sua estrutura econômica, todos os seus sócios terão responsabilidade limitada. E, por fim, no tocante à sua personificação, a SPE será dotada de autonomia patrimonial (ISFER, 2006, p. 303).

2.1.2. Negócio jurídico indireto

A SPE formada pelos credores constitui uma hipótese que parece estar relacionada ao negócio jurídico indireto, devido à atipicidade do meio (sociedade) para se atingir o fim (recebimento de créditos).

Há negócio jurídico indireto sempre que os contratantes recorrem a determinado negócio para, por meio dele, conquistar finalidades diversas das que, em regra, lhe são próprias. O fim não é típico do empreendimento realizado. É importante ressaltar que as partes agem assim consciente e consensualmente (ASCARELLI, 2001, p. 156).

Tal opção não é feita por acaso. Existe o intuito de os interessados se sujeitarem não apenas à forma, mas também à disciplina jurídica do negócio eleito, embora o escopo perseguido seja anormal em vista do meio utilizado (ASCARELLI, 2001, p. 156).

Ascarelli (2001, p. 156-157, 172) ensina que, no caso, se cuida de um velho negócio cuja potencialidade, em face de seu uso indireto, é elástica, servindo para a obtenção de novos objetivos. Em contraposição à rigidez da finalidade típica de cada negócio, surge a flexibilidade ou, então, a variabilidade de propósitos, a qual acaba por diversificar a configuração de certo mecanismo de modo a possibilitar a sua aplicação em outros contextos.

O negócio indireto caracteriza-se, assim, pela distinção entre o seu objetivo típico e os eventuais objetivos ulteriores visados, consensualmente, pelos participantes. Ou seja, um negócio pode servir, indiretamente, para a realização de funções que, em princípio e considerando a sua estrutura originária, não seriam por ele desenvolvidas (ASCARELLI, 2001, p. 172-174).

Cabe esclarecer que o negócio indireto se distingue da simulação. Nesta, há uma discordância entre a vontade e a declaração. O desejo das partes ou, em outros termos, a vontade real delas está em contraste com o que emana de suas manifestações. Existem, portanto, na simulação, a vontade real e a declaração aparente.

No negócio indireto, por sua vez, essa separação não ocorre. Na verdade, há correspondência entre a intenção dos contratantes e as suas declarações. O escopo último almejado não é escondido, inexistindo qualquer combinação para simular. Nada é subtraído do conhecimento de terceiros, ao contrário do que acontece com a simulação (ASCARELLI, 2001, p. 179-180; SALOMÃO FILHO, 1998, p. 121-122). Isso não quer dizer que todo negócio indireto seja válido. Todos aqueles cujos fins comuns sejam ilícitos são passíveis de anulação (ASCARELLI, 2001, p. 180-181).

Enfim, a caracterização do negócio jurídico indireto exige dois requisitos: a) correspondência entre a vontade declarada e a real, no sentido de que as partes realmente querem o negócio declarado; e b) existência de um fim indireto que não é típico do negócio adotado. Tal fim é o que estimula as partes.

Percebeu-se que, na SPE formada pelos credores, estes, quando manifestam sua aceitação acerca do plano de formar uma sociedade para receber bens do devedor, realmente querem constituí-la, colocando sua declaração em consonância com sua vontade real (um dos requisitos do negócio jurídico indireto). Há ainda um fim indireto que não é típico do negócio adotado, pois,

no fundo, o que os credores desejam é o recebimento de seus créditos, finalidade que não se coaduna, em princípio, com a constituição de uma sociedade (configuração do segundo requisito) (ISFER, 2006, p. 310).

Vale ressaltar que os bens do devedor serão adjudicados à SPE, sendo que os credores, sócios que são, passarão a ter, a partir da adjudicação, direitos patrimoniais sobre tais coisas.

E quais seriam as repercussões relacionadas ao entendimento que considera a SPE de ativos um negócio jurídico indireto? Observam-se três.

Uma delas diz respeito ao fato de que quem receberá judicialmente os bens não serão os credores, mas sim a SPE. Em rigor, ela não é a verdadeira credora. Porém, “[...] por força das disposições de vontade, emanadas do ato de recuperação de empresa aprovado, essa situação acaba sendo resolvida, pela *organização* adotada pelos sócios/credores” (ISFER, 2006, p. 311-312, grifo do autor).

Outra repercussão se dá com a imposição no sentido de que os credores desaprovadores do plano também participem da SPE, em respeito à decisão da maioria. Aceitando, o credor receberá os direitos patrimoniais derivados da adjudicação dos bens do devedor à SPE. No entanto, com base no aparato constitucional, entende-se que o credor dissidente do plano não pode ser compelido a participar, abrindo-se-lhe, com isso, duas alternativas pouco atraentes: ou abrir mão de seu respectivo crédito ou, então, recebê-lo após a satisfação dos demais credores.

Uma terceira consequência se refere ao problema do valor atribuído aos créditos, negativamente afetado pela crise do devedor, e ao risco de insolvência desse último. Isso porque os credores, na SPE por eles estruturada, integralizarão o capital social com seus créditos, permutando-os por participações societárias. Diante disso, eles, credores, assumem potencial responsabilidade, pois respondem tanto pela solvência

do devedor em face dos bens cedidos à SPE, como pela sua correta avaliação. Por isso, para evitar qualquer alegação de desconhecimento por parte de terceiros, deve ficar bem claro que a SPE está sendo criada para receber os ativos de certo devedor em crise (ISFER, 2006, p. 311-313).

Qualifica-se, assim, o ato de constituição da SPE formada pelos credores, cujo fim repousa na adjudicação dos ativos do devedor, como um negócio jurídico indireto, sendo essa, portanto, sua natureza jurídica (ISFER, 2006, p. 313).

2.1.3. Combinação com a emissão de valores mobiliários

Rachel Sztajn (2007, p. 245-246) propõe, como boa medida de política legislativa, a combinação dos incisos XV e XVI do art. 50 da Lei n. 11.101/2005, afirmando que isso facilitaria a compreensão de ambas as autorizações. O inciso XV diz respeito à emissão de valores mobiliários, que, associada à criação de uma SPE, esclareceria a lógica econômica presente nas normas jurídicas.

Sabe-se que a SPE tem sido também utilizada no processo de securitização de créditos.

Frederico Viana Rodrigues (2004, p. 305-304) estabelece este *modus operandi* para o processo acima indicado: em primeiro lugar, o empresário, considerado como o originador da operação, cede seus créditos, de vencimento a médio ou longo prazo, a uma sociedade especificamente constituída para participar da securitização. Trata-se da SPE. Esta, em seguida, emite títulos cujo resgate está vinculado às datas de recebimento dos créditos que lhe foram concedidos pelo originador. Tais títulos são adquiridos pelos investidores, que pagam seus respectivos preços de subscrição à SPE. Esta sociedade, por meio dos valores recebidos decorrentes do pagamento da subscrição dos títulos, remunera o empresário originador pela cessão inicial dos créditos. Com o vencimento dos créditos, os devedores pagam à SPE as quantias correspondentes, que, por

sua vez, são utilizadas para o resgate dos títulos anteriormente emitidos.

Dois efeitos decorrem dessa operação, a saber: a) os créditos (também denominados contas a receber ou, então, recebíveis) são separados das dívidas titularizadas pela sociedade originadora, não estando mais sujeitos, dessa forma, aos resultados operacionais das atividades exercidas por ela; e b) tais créditos, estando integrados no ativo da SPE, permitem a emissão de outros títulos, as famosas *securities*, a exemplo das debêntures. Rachel Sztajn (2007, p. 245) explica que as debêntures fazem parte de um contrato de mútuo, de modo que a correspondente securitização de recebíveis mobiliza recursos cuja maturação é de médio ou longo prazo, por meio da pulverização da quantia total dos créditos sobre os quais se baseia toda a operação.

Mas como poderá ocorrer a junção dos meios de recuperação judicial previstos nos incisos XV e XVI do art. 50? Nota-se que a emissão de valores mobiliários possibilita a securitização com créditos da sociedade em crise, permitindo a obtenção imediata de recursos, o que, por sua vez, alivia o montante da dívida. É preciso que os credores participem desse esquema negocial, a fim de que suas pretensões sejam satisfeitas. Assim, a participação do devedor reduzir-se-á, inicialmente, ao repasse dos créditos de maturação diferida à SPE formada pelos credores, os quais, por sua vez, receberão os valores derivados do pagamento dos títulos pelos investidores. Com o vencimento dos créditos que estão na base da securitização, o que produzirá um levantamento de verbas, será possível o resgate dos títulos anteriormente emitidos.

A forma da sociedade originadora poderá ser qualquer uma, mas o tipo societário da SPE será o de uma anônima, para a qual será transferida certa quantia de créditos.

As SPEs, como regra, são sociedades de existência transitória. Nascem, em geral, para a execução de um único negócio apenas, de sorte a não existir interesse em

mantê-las depois do resgate das debêntures emitidas. Frederico Viana Rodrigues adverte no sentido de que o objeto social da SPE deve estar limitado ao recebimento de créditos e à emissão dos títulos correlatos. Cuida-se, segundo o autor, do fator que fornece segurança à operação, sendo, inclusive, sua característica mais proeminente: a participação em negócios jurídicos estranhos à securitização deve ser vedada à SPE, “[...] não lhe sendo possível, ademais, endividar-se além do estritamente necessário à aquisição e gestão dos créditos securitizados” (RODRIGUES, 2004, p. 303).

A SPE seria um esquema destinado à divisão de riscos, ou melhor, à separação de ativos, fornecendo segurança aos agentes econômicos, de forma a induzi-los à aceitação de operações de maior risco, caso da securitização de recebíveis.

2.2. SPE formada pelo próprio devedor

A SPE formada pelo próprio devedor não corresponde à hipótese prevista no inciso XVI do art. 50, estando relacionada ao inciso II desse mesmo artigo, referente às operações societárias e à constituição de subsidiária integral. Cuida-se de um instrumento amplamente utilizado na recuperação de devedores em crise, parecendo-nos ser um meio de origem anterior à Lei n. 11.101/2005 (ISFER, 2006, p. 314).

A SPE criada pelo devedor é, na verdade, uma estrutura funcional que se baseia em duas outras sociedades: uma subsidiária, que ficaria com seu estabelecimento empresarial, e a SPE, cujo objetivo seria adquirir os débitos do devedor, promovendo o alongamento e, eventualmente, a redução de sua dívida. No conceito de estabelecimento empresarial, não se incluem as dívidas do empresário (ISFER, 2006, p. 314).

Ricardo Tepedino (2002, p. 171) fala da criação de uma subsidiária cujo capital será detido, inteiramente ou quase que na sua totalidade, pela sociedade em crise. Nela, na subsidiária, será vertido o estabelecimento comercial – o que envolve os ativos

necessários à continuidade da empresa, bem como seu aviamento (ou *goodwill*) –, constituindo, segundo o autor, um meio de reorganização corporativa amplamente utilizado não só no Brasil, mas também em outros países. Trata-se de um mecanismo conhecido por *drop down*.

O esquema funcionaria da seguinte maneira: com o trespasse dos débitos à SPE, a subsidiária, receptora dos bens, passa a ter melhores condições de exercer suas atividades empresariais, já que não mais atinge, pelo menos não tão diretamente, os problemas derivados da crise por que estaria passando a sociedade originária. Dessa forma, a sociedade subsidiária adquire uma interessante oportunidade de resgatar sua capacidade de pagamento, além de recuperar seu crédito, pois ela não se encontra maculada, como acontecia com a sociedade sucedida, por problemas cadastrais, sem considerar que sua situação econômico-financeira é bem mais saudável. É justamente esse o objetivo do plano. Ademais, a finalidade inerente à constituição da SPE pelo devedor repousa na possibilidade de novação de seus débitos, havendo o alongamento do perfil e, às vezes, até a redução do montante. Importa saber que a SPE ficará com os encargos, não tendo, com isso, bons índices de demonstração financeira (ISFER, 2006, p. 315-316).

A subsidiária passa a desenvolver a atividade antes exercida pela sociedade sucedida, mas, agora, sem o passivo que a sufocava, o qual, por sua vez, se encontra isolado e – pormenor importante – garantido pelas ações ou quotas da sociedade subsidiária (TEPEDINO, 2002, p. 171).

Edson Isfer (2006, p. 316) esclarece a hipótese desta forma:

“Enquanto a sociedade receptora do estabelecimento empresarial terá atividade econômica organizada, com o mesmo direcionamento daquele da sociedade em crise, com as eventuais correções de método de atuação, a sociedade de propósito específico terá

atividade não empresarial, dedicada à aquisição do passivo da devedora, trocando-o por títulos resgatáveis. Naturalmente, essa permuta terá por objetivo alongar o prazo de vencimento das dívidas e, se possível, reduzir os montantes previstos nas obrigações estabelecidas entre credor e devedor em crise.”

Mas o *drop down* não poderia configurar verdadeira transferência de estabelecimento a terceiro, podendo, assim, dar ensejo à decretação de falência?³ A resposta é simples: não. Isso se explica em vista do fato de que o exercício da empresa não é transferido a uma pessoa estranha à sociedade devedora. Como já foi dito, o capital da subsidiária lhe pertence, ou seja, é detido pela devedora integralmente ou na quase totalidade. Esse ponto é importante: a subsidiária funcionaria como uma espécie de *longa manus*, cujos bens ainda estão sob a titularidade – no caso, indireta – da sociedade em crise (TEPEDINO, 2002, p. 172).

Ressalta-se que essa hipótese de criação de subsidiária para dar continuidade à empresa antes desenvolvida pela sociedade insolvente é prevista inciso III do art. 6º da Lei n. 9.447/1997, relativa ao reerguimento de instituições financeiras em crise.

Constata-se que, no contexto de formação da SPE pelo próprio devedor, parece ocorrer a operação societária denominada cisão, talvez em sua modalidade parcial. A professora Rachel Sztajn ensina que a cisão corresponde à divisão do patrimônio com a alocação da(s) parcela(s) cindida(s) em nova(s) sociedade(s), havendo, por extensão, o desaparecimento da sociedade anterior. A cisão parcial, por sua vez, acontece no caso em que somente “[...]”

³ Cf. o art. 94, III, c, da Lei n. 11.101/2005: “Será decretada a falência do devedor que: [...] III – pratica qualquer dos seguintes atos, exceto se fizer parte de plano de recuperação judicial: [...] c) transfere estabelecimento a terceiro, credor ou não, sem o consentimento de todos os credores e sem ficar com bens suficientes para solver seu passivo; [...]”.

uma ou mais parcelas do patrimônio é (são) destacada(s) do patrimônio cindido, e vertida(s) em outra(s) sociedade(s), nova(s) ou existente(s), perdurando o remanescente da sociedade cindida que não desaparece” (SZTAJN, 2007, p. 233). Quando a parcela do patrimônio for absorvida por sociedade já existente, tem-se cisão-incorporação.

A sociedade que recebe o estabelecimento empresarial, como se vê, não é uma SPE. Trata-se de uma subsidiária, que não é, por sua vez, necessariamente uma subsidiária integral (detalhe importante), o que raramente acontece, em razão, quiçá, da formalidade exigida pelo art. 251 da LSA. A SPE ficará com a “parte doente” da sociedade originária, ao passo que a “parte saudável” caberá à sucessora (TEPEDINO, 2002, p. 171).

E se a sociedade sucessora for uma subsidiária integral? Quais são as vantagens e desvantagens decorrentes dessa opção? Primeiramente, importa compreender um pouco melhor essa sociedade. Ela compreende uma sociedade unipessoal prevista pela LSA, correspondendo a uma técnica que busca a separação de riscos ou, então, a imputação de riscos a diferentes pessoas jurídicas. Não equivale a um modelo de cisão, em que se dá o desmembramento de um patrimônio (em ativo e passivo), mas, sim, à transferência de bens do ativo em nova sociedade. A forma societária a ser adotada pela subsidiária integral, em razão de exigência legal, será sempre a de uma anônima, impondo certos custos e despesas inerentes ao modelo, tais como a publicação de balanços.

A vantagem relacionada à escolha de subsidiária integral repousa na possibilidade de venda de ações a terceiros. A desvantagem, por outro lado, reside na probabilidade de perda parcial da capacidade de exercício das atividades empresariais, derivada do trespasse de ativos de uma para outra sociedade (SZTAJN, 2007, p. 233-235).

Rachel Sztajn sugere que as ações da subsidiária integral devem ser, prioritaria-

mente, alienadas aos sócios ou acionistas da controladora. Por outro lado, a autora sustenta que, sendo mantida tal preferência, é mais razoável que eles, sócios ou acionistas, realizem o aporte de recursos a fim de que a sociedade em crise seja saneada. Vale ressaltar que a sociedade controladora não deve ser esvaziada, no sentido de serem beneficiados apenas “[...] seus sócios que ficarão com a denominada ‘banda boa’ enquanto a ‘podre’ se desfaz sem favorecimento dos credores” (SZTAJN, 2007, p. 235).

É necessário que a sociedade sucessora exerça atividade empresarial. Isso se deve a dois motivos: a sucessora deve substituir a sociedade sucedida no exercício de sua atividade, cuja natureza é certamente empresarial; e, para que haja recuperação da empresa, é fundamental dar continuidade à sua atividade (ISFER, 2006, p. 317-319).

E a primeira conclusão a que se pode chegar é exatamente esta: a sociedade subsidiária, ou sucessora, precisa ser empresarial, ou seja, dotada de uma estrutura calcada na denominada empresarialidade. Sendo assim, poderá abraçar qualquer dos tipos legalmente previstos no CC de 2002, com a exclusão da sociedade simples e da sociedade cooperativa. Se fosse não empresarial, a sucessora não teria condições de explorar a atividade exercida pela sucedida (ISFER, 2006, p. 317-319).

E quanto às formas societárias sem personalidade jurídica? Servem para revestir a sociedade sucessora? Para Edson Isfer (2006, p. 319), a resposta é negativa, pois, apenas com a aquisição de personalidade jurídica, a sociedade obtém autonomia patrimonial, podendo, desse modo, receber os ativos da sociedade que se encontre em dificuldades. A despersonalização, a exemplo da sociedade em comum ou da em conta de participação, impede que a sociedade receba, em seu próprio nome, os bens que lhe são destinados. Numa sociedade não personificada, não há separação patrimonial entre sócios e sociedade. Enfim,

a subsidiária tem que ser personificada, pois uma das finalidades do plano consiste justamente no repasse de ativos do devedor para a nova sociedade.

Trata-se de mais uma conclusão. A sucessora, a quem caberá o recebimento do estabelecimento empresarial e cuja missão será dar prosseguimento às atividades antes exercidas pela sucedida, poderá ser estruturada por meio das seguintes formas: anônima, limitada, nome coletivo, comandita simples ou comandita por ações. Caso a sociedade sucessora adote a forma de subsidiária integral, não lhe resta outra opção que não seja o tipo de sociedade anônima (ISFER, 2006, p. 320).

A outra face da operação se refere à SPE, cujo objetivo único é adquirir o passivo do devedor em crise. Tal aquisição pode acontecer de duas maneiras: ou pela troca da dívida por títulos de emissão da SPE ou pela troca da dívida por títulos que não concedam direito de crédito efetivo, caso das ações (ISFER, 2006, p. 320).

A atividade operacional da empresa é repassada à subsidiária, restando à SPE a assunção das obrigações, a responsabilidade pelo passivo. Ambas as sociedades serão constituídas sob regime de grupo, de fato ou de direito, havendo a necessidade de repasses financeiros entre elas, a fim de que o passivo seja regularizado. A ideia de grupo traz a de direção econômica unitária. Os recursos derivados da empresa exercida pela subsidiária serão, em parte, direcionados à SPE, de modo a permitir o pagamento dos credores. Se não fosse assim, haveria um caso de fraude contra credores, pois, de um lado, haveria “[...] uma sociedade que assumiria os ativos e desenvolveria a operação empresarial e, de outro, a SPE, que assumiria apenas os passivos, sem condições de saldá-lo” (ISFER, 2006, p. 321-322).

Entre a SPE e a sociedade sucessora, há vínculo obrigatório, necessário para que seja feita a migração de recursos. Isso se dá desta maneira: a detentora da atividade

empresarial, receptora, portanto, dos ganhos decorrentes do exercício dessa mesma atividade, repassa parte de seus lucros à sociedade responsável pelo passivo. A SPE, na posse desses valores, deverá saldar as dívidas originalmente contraídas, conforme os termos acordados com os credores (ISFER, 2006, p. 322).⁴

A fim de que não seja um mero artifício destinado a fraudar credores, os bens repassados à subsidiária, constituída quando já pairavam sobre a sociedade originária ares de crise, devem estar submetidos ao mesmo regime sob o qual estariam sujeitos caso ainda estivessem abaixo da titularidade direta da devedora. Ela, a subsidiária, não pode servir de base para a realização de atos ilícitos quanto aos bens sociais. Por outro lado, essa operação societária não pode ser considerada ilícita só porque existe a possibilidade de ser desvirtuada, pois tal risco circunda, praticamente, quase todos os institutos jurídicos (TEPEDINO, 2002, p. 172).

Ou seja, entre a sociedade de controle e a SPE, deve haver obrigação de transferência de recursos, já que, do contrário, poderá

⁴ A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) reconheceu a existência desse vínculo na Instrução CVM n. 408, de 18 de agosto de 2004. Eis seu art. 1º: “Para fins do disposto na Instrução CVM n. 247, de 27 de março de 1996, as demonstrações contábeis consolidadas das companhias abertas deverão incluir, além das sociedades controladas, individualmente ou em conjunto, as entidades de propósito específico – EPE, quando a essência de sua relação com a companhia aberta indicar que as atividades dessas entidades são controladas, direta ou indiretamente, individualmente ou em conjunto, pela companhia aberta.” Em seguida, o parágrafo único desse artigo dispõe o seguinte: “Considera-se que existem indicadores de controle das atividades de uma EPE quando tais atividades forem conduzidas em nome da companhia aberta ou substancialmente em função das suas necessidades operacionais específicas, desde que, alternativamente, direta ou indiretamente: I – a companhia aberta tenha o poder de decisão ou os direitos suficientes à obtenção da maioria dos benefícios das atividades da EPE, podendo, em consequência, estar exposta aos riscos decorrentes dessas atividades; ou II – a companhia aberta esteja exposta à maioria dos riscos relacionados à propriedade da EPE ou de seus ativos” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004, grifo nosso).

configurar-se verdadeira fraude contra credores, exceto se eles, credores, formalmente aceitarem promover a chamada novação subjetiva de seus créditos, sem qualquer relação com os bens da sociedade sucessora (ISFER, 2006, p. 323).

Se a modalidade contratual de assunção de obrigações pela SPE for regida pelo direito das obrigações (direito comum), qualquer forma societária poderá ser utilizada, com exclusão das cooperativas. A regra tem sido, no entanto, a adoção de mecanismos que possibilitem a negociação em massa, utilizando-se, por exemplo, da emissão de títulos ou valores mobiliários (especialmente debêntures). Sendo assim, a forma de sociedade anônima deve ser escolhida (ISFER, 2006, p. 323-324).

Edson Isfer (2006, p. 324-325), aproveitando-se das lições de Alfredo de Assis Gonçalves Neto, explica que a emissão de títulos ou valores mobiliários será privada quando forem colocados entre um grupo determinado de pessoas. Por outro lado, tal emissão será pública quando envolver negociação em bolsa ou mercado de balcão. São indicadores da emissão pública: uso de folhetos, prospectos ou anúncios direcionados ao público; procura por subscritores por meio de agentes ou corretores; negociação em estabelecimento aberto ao público etc.

No mais, quanto às vantagens inerentes à criação dessas duas sociedades – a subsidiária e a SPE –, aproveitamo-nos de Ricardo Tepedino (2002, p. 171-172), para quem tal esquema traz os seguintes benefícios: a subsidiária terá, diríamos, uma melhor posição na celebração de negócios, pois não corre o risco de falir, mas somente o de pertencer a uma sociedade falida. Ademais, caso haja necessidade de alienação do estabelecimento comercial da devedora, seja no âmbito de uma recuperação ou, mesmo, no de uma inevitável liquidação, o fato de ele estar separado numa sociedade sem dívidas – a subsidiária – alargará as chances de venda, aumentando o preço e, por extensão, o patrimônio titularizado pela devedora. Essa

operação, além disso, não traz prejuízos aos credores. Pelo contrário, é favorável aos seus interesses, pois conserva o valor de uma sociedade em funcionamento, também chamado de *going concern value*. Afinal, mais vale, em princípio, uma sociedade operante do que o valor defluente da venda retalhada de seus ativos, num processo de liquidação.

Em síntese, pode-se dizer que a SPE, para explorar o propósito específico de adquirir os créditos necessários à quitação dos débitos, poderá assumir qualquer forma societária, a não ser que ela, SPE, utilize-se da emissão de valores mobiliários, quando, então, sua forma terá que ser de sociedade anônima (ISFER, 2006, p. 326).

Sua classificação estará vinculada, a saber, ao modelo adotado. Porém, considerando o tipo societário prioritário, qual seja, o de sociedade anônima, a SPE recebe o enquadramento que se segue: de capital, personificada, sendo que, em face das dívidas sociais, os sócios terão responsabilidade limitada. Um quesito, no entanto, segundo entendimento previamente analisado, jamais poderá variar: trata-se da autonomia patrimonial, porque não há conveniência, nem tampouco segurança, na hipótese de uma SPE desprovida de personalidade jurídica assumir o passivo de outra sociedade que se encontre em vias de recuperação (ISFER, 2006, p. 326).

2.3. Principais diferenças entre as duas hipóteses

Existem duas diferenças precípuas entre a SPE criada pelos credores e a SPE constituída pelo próprio devedor: a) quanto aos fundadores; e b) quanto ao objetivo, pois, na primeira, busca-se a adjudicação, em pagamento, dos ativos do devedor, enquanto, na SPE constituída pelo devedor, o propósito é a extinção das dívidas, por meio da novação.

A SPE formada pelo devedor não corresponde a um negócio jurídico indireto, porque inexistente vinculação entre o objeto diretamente realizado (constituição da sociedade) e o fim pretendido (extinção

dos débitos). Além do negócio societário (criação da sociedade), é necessária a realização de outro ato, de outro negócio jurídico típico (novação), para se obter o fim. Por isso, não se trata de negócio jurídico indireto. Para Edson Isfer, está-se diante de um negócio jurídico típico de formação de sociedade, de sorte que o ato constitutivo da SPE pelo próprio devedor tem a seguinte natureza jurídica: de contrato-organização. Sendo que o pagamento a ser realizado terá “[...] a condição de extinção das obrigações, de forma direta, entre novo devedor [SPE] e credores” (ISFER, 2006, p. 328).

De outro lado, conforme dissemos anteriormente, a SPE criada pelos credores corresponde, aí sim, a um negócio jurídico indireto, pois a manifestação de vontade ocorre na própria constituição do ente, existindo, como objetivo indireto, o recebimento de seu crédito, situação que se concretiza a despeito da realização de qualquer outro ato. (ISFER, 2006, p. 327-329).⁵

3. Considerações finais

A recuperação de empresas em crise poderá ser feita, portanto, por meio de duas formas, tendo por base a SPE: aquela

⁵ Sobre a SPE como instrumento de recuperação judicial, veja o comunicado emitido pelo BNDES (2006, grifo nosso) a respeito da crise sofrida pela Varig: “Como parte dos esforços do Governo Federal na busca de soluções para a questão da Varig, o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – principal agência financeira da União, tendo em vista os relevantes aspectos econômicos e sociais envolvendo o processo de recuperação judicial da Varig e suas subsidiárias, vem respeitosamente propor o que se segue: a. a criação de uma Sociedade de Propósito Específico – SPE com a finalidade de adquirir as ações representativas do capital das empresas VarigLog e VEM [ativos do devedor]; [...] d. os recursos concedidos pelo BNDES em favor dos controladores da SPE serão destinados à Varig para imediatamente pagar os lessors [credores]. Em contrapartida a esses recursos, a Varig transferirá para a SPE a titularidade de todas as ações, representativas do capital social da VarigLog e da VEM, livres e desembaraçadas; e. posteriormente, encontrada uma solução que permita a continuidade das atividades do Grupo Varig, os controladores da SPE poderão integrar o quadro societário da Varig migrando com seus ativos de VarigLog e VEM.”

formada pelos credores (hipótese expressamente prevista no inciso XVI do art. 50 da Lei n. 11.101/2005) e a constituída pelo próprio devedor (opção referente ao inciso II do mesmo art. 50).

A SPE do inciso XVI receberá os ativos do devedor até o limite dos haveres devidos aos credores, de maneira que o remanescente do patrimônio continuará sob a titularidade do devedor.

Trata-se, para o devedor, de uma operação de duas faces: de um lado, verá diminuído o valor total de seus ativos, pois parte deles será transferida à SPE formada pelos credores; mas, de outro, haverá também a redução do montante de suas dívidas, aumentando as chances de sucesso quanto ao soerguimento de sua empresa.

Descobriu-se ainda que a SPE dos credores estabelece forte relação com outro meio também destinado à recuperação judicial: é o caso da dação em pagamento. Nela, um ou mais credores concordam em receber bem diverso do contratado. Para tanto, é fundamental que o devedor conte em seu ativo com bens que atraiam o interesse dos credores, tanto em termos de utilidade como em valor econômico. Atendendo ao princípio da manutenção da empresa, os bens que estarão submetidos à dação em pagamento precisam ser dispensáveis ao exercício, por parte do devedor, de suas atividades. Caso contrário, esse meio não deverá ser utilizado.

Quanto ao tipo societário, notou-se que não há a realização de qualquer atividade operacional ou, em outros termos, a empresa não é desenvolvida, pois os atos da SPE de credores resumir-se-ão àqueles indispensáveis ao recebimento de bens, à harmonização dos interesses envolvidos e à sua posterior liquidação. Sendo assim, a forma societária dessa SPE jamais terá índole empresarial. A sociedade simples, sob o molde de sociedade limitada, e a sociedade anônima – cuja estrutura também pode ser usada para a exploração de atividades não empresárias, já que se considerou a

anônima como empresária não em razão de sua atividade, mas por opção legal – correspondem aos tipos mais eficientes ao desenvolvimento do meio disposto no inciso XVI do art. 50 da Lei n. 11.101/2005, com a aplicação supletiva da LSA.

A SPE criada pelos credores pode ser assim entendida: de capital, quanto à sua classificação; de sócios limitadamente responsáveis; e patrimonialmente autônoma.

No tocante à sua natureza jurídica, essa SPE constitui um negócio jurídico indireto, por causa da existência dos dois requisitos que o caracterizam: a) correspondência entre a vontade declarada e a real, no sentido de que as partes realmente querem o negócio declarado; e b) existência de um fim indireto que não é típico do negócio adotado. De fato, os credores, quando manifestam seu desejo de constituir uma SPE para que lhe sejam entregues os ativos do devedor, realmente querem formá-la, não havendo discrepância entre a vontade real e a declarada. Ademais, existe um fim indireto, qual seja, o recebimento de seus créditos, objetivo que, em tese, não se liga à formação de uma sociedade (atipicidade do meio).

Comentou-se a combinação dos incisos XV e XVI do art. 50. Ocorreria, em síntese, da seguinte forma: parte dos ativos de determinada sociedade em crise é repassada a uma SPE, que, com lastro nesse montante, emitirá títulos que serão distribuídos junto ao mercado, possibilitando o levantamento de recursos, que, além de servirem ao pagamento dos credores, poderão ser aplicados no reerguimento da empresa que se encontra em dificuldades. Embora o modelo societário da sociedade originadora possa ser qualquer um, o da SPE será, necessariamente, uma anônima.

Com relação à SPE formada pelo próprio devedor, instrumento de recuperação relativo ao inciso II do já referido art. 50, explicou-se que ela está, na verdade, inserida numa estrutura funcional baseada em duas sociedades, fruto – parece-nos – de uma operação societária que se aproxima

da cisão: uma sucessora, responsável pelo estabelecimento empresarial da sociedade sucedida, e a SPE propriamente dita, em cujo seio serão colocados os débitos da sucedida devedora. Há, como se vê, verdadeiro desmembramento, depositando-se a parte “saudável” do devedor na sucessora e a “podre” na SPE, de forma a oferecer à sociedade sucessora melhores condições de exercício das atividades antes desempenhadas pela originária, o que aumenta a possibilidade de sua recuperação. A finalidade de constituição da SPE pelo devedor, por sua vez, reside na tentativa de promover a novação de suas dívidas, no sentido de alongar o perfil dos débitos e reduzir seu montante.

A sucessora certamente explorará atividade empresarial, em virtude de duas razões: uma delas advém do fato de que a atividade cuja realização será transferida à sucessora tem, provavelmente, natureza empresária; e o outro motivo, mais importante, decorre da percepção de que, para que haja recuperação, é preciso dar continuidade à sua empresa, a fim de que recursos entrem no caixa do devedor.

A forma societária da sucessora, desse modo, deverá estar baseada na empresarialidade. Os modelos despersonalizados, por sua vez, também deverão ser afastados, em vista da insegurança produzida pela ausência de autonomia patrimonial, impossibilitando o recebimento, em nome próprio, dos ativos pertencentes à sucedida devedora. Servem, afinal, para encapsular a sucessora os seguintes tipos: anônima, limitada, nome coletivo, comandita simples ou comandita por ações.

A SPE e a sucessora atuarão sob o regime de grupo, de modo a permitir repasses financeiros entre elas (da receptora do estabelecimento empresarial à responsável pelo passivo), a fim de que as obrigações assumidas pela SPE sejam regularmente adimplidas. Se não fosse assim, ter-se-ia, em princípio, verdadeira hipótese de fraude contra credores.

Quanto ao manto da SPE de dívidas, salientou-se a adoção de mecanismos que possibilitem a negociação em massa, hábeis a emitir títulos ou valores mobiliários (especialmente debêntures), caso da sociedade anônima. No mais, qualquer modelo poderá ser utilizado, salvo o cooperativo.

A classificação da SPE formada pelo próprio devedor variará conforme a estrutura societária adotada. Caso seja uma anônima, a SPE receberá esta definição: de capital, personificada e de sócios, em relação às dívidas sociais, limitadamente responsáveis. Uma característica jamais poderá ser descartada, a despeito do modelo assumido: cuida-se da autonomia patrimonial.

Após o estudo das duas hipóteses de utilização da SPE como meio de recuperação judicial de empresas, concluiu-se que ambas se diferenciam nestes quesitos: a) quanto aos fundadores; b) quanto à finalidade, pois, na SPE formada pelos credores, busca-se a adjudicação, em pagamento, dos ativos do devedor, enquanto, na SPE constituída pelo próprio devedor, o propósito é a extinção das dívidas; e c) quanto à natureza jurídica, pois, enquanto a SPE criada por credores corresponde a um negócio jurídico indireto, a SPE receptora de débitos constitui negócio jurídico típico de formação de sociedade (contrato-organização).

Referências

ALONSO, Manoel. Comentários ao artigo 50. In: DE LUCCA, Newton; SIMÃO FILHO, Adalberto (Coord.). *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falências*. São Paulo: Quartier Latin, 2005a.

_____. Meios de recuperação judicial da empresa em crise financeira no PLC n. 71/2003, que se transformou na atual Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). *Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas*: Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 e LC 118, de 9 de fevereiro de 2005. São Paulo: Quartier Latin, 2005b.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Comunicado BNDES/Varig. *Notícias*, Rio de Janeiro, 10 maio 2006. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Sala_de_Imprensa/Noticias/2006/20060510_not060_06.html>. Acesso em: 4 out. 2007.

COELHO, Fábio Ulhoa. Considerações gerais sobre a recuperação judicial de empresas. *Jurisprudência Catarinense*, Florianópolis, n. 103, p. 109-123, 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). *Instrução nº 408, de 18 de agosto de 2004*: Dispõe sobre a inclusão de Entidades de Propósito Específico - EPE nas demonstrações contábeis consolidadas das companhias abertas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst408.htm>>. Acesso em: 29 abr. 2008.

HENTZ, Luiz Antonio Soares. *Manual de falência e recuperação de empresas*: Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

ISFER, Edson. *Sociedade de propósito específico como instrumento de recuperação de empresas*. Tese (Doutorado em Direito) - Setor de Ciências Jurídicas e Sociais, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2006. Disponível em: <http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/bitstream/1884/3769/1/edson_final.pdf>. Acesso em: 20 fev. 2008.

RODRIGUES, Frederico Viana. Securitização de créditos como meio de recuperação de empresas. *Repertório IOB de Jurisprudência*: civil, processual penal e comercial, São Paulo, n. 10, p. 306-302, 2. quin. maio 2004.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 1998.

SZTAJN, Rachel. Recuperação judicial: disposições gerais. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*: Lei 11.101/2005 - artigo por artigo. 2 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

TEPEDINO, Ricardo. A recuperação da empresa em crise diante do Decreto-lei 7.661/1945. *Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v.41, n. 128, p. 165-173, out./dez. 2002.