DOI: https://doi.org/10.14295/revistadaesmesc.2025e489

CONFLITO DE INTERESSES NA RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS: UMA ANÁLISE DO CASO TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.

CONFLICT OF INTEREST IN CORPORATE RESTRUCTURING: AN ANALYSIS OF THE TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A. CASE.

Dora Elis Fenker Braun[1]

Resumo: O presente artigo objetiva averiguar a atual interpretação que o art. 43 da Lei n. 11.101/05 (LFR), tendo em vista sua imprecisa redação e sua extrema importância para fins de computo de quórum na homologação de planos de recuperação judiciais e extrajudiciais. Como método de pesquisa, partiu-se da análise da doutrina e do plano de recuperação extrajudicial cujo pedido de homologação foi autuado sob o n.: 1071904-64.2017.8.26.0100, perante o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, em que a requerente foi a Triunfo Participações e Investimentos S.A. e outras sociedades do grupo. A partir do estudo de caso, constatou-se as diferentes acepções que a vedação do art. 43 da LFR pode receber, e, mais precisamente, a interpretação do teor da (in)exigibilidade do percentual de 10% mencionada pelo artigo para a constatação de conflito de interesses e, consequentemente, vedação de seu cômputo nos quóruns previsto na lei de soerguimento empresarial.

Palavras-chave: Conflito de interesses; vedação artigo 43 lei n. 11.101/05; recuperação judicial; recuperação extrajudicial; concurso de credores.

---

1. Advogada. Graduada em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) com láurea acadêmica. Durante a graduação, realizou pesquisa acadêmica com o Professor Doutor Luís Felipe Spinelli, na área de Direito Empresarial, oportunidade em que logrou prêmio de pesquisadora destaque no SIC/UFRGS, na área de Ciências Sociais aplicadas no campo de Empresa e Propriedade. *E-mail*: dorafenker@hotmail.com

Abstract: This article seeks to examine the contemporary interpretation of Article 43 of Law No. 11,101/2005 (the Brazilian Bankruptcy and Reorganization Law - LFR), in light of its ambiguous wording and its critical significance for the calculation of quorum in the approval of judicial and extrajudicial reorganization plans. The research methodology combined doctrinal analysis with the study of an extrajudicial reorganization plan submitted for confirmation under Case No. 1071904-64.2017.8.26.0100 before the São Paulo State Court of Justice, in which Triunfo Participações e Investimentos S.A., together with other group companies, acted as petitioners. The case study demonstrated that Article 43 of the LFR may be subject to multiple interpretations, particularly regarding the enforceability-or non-enforceability-of the ten-percent threshold established as a criterion for identifying conflicts of interest and, consequently, for excluding such votes from the quorum calculation mandated by the reorganization statute.

Keywords: Conflict of interest; article 43, law n. 11.101/05.n; bankruptcy lroceedings.

1 INTRODUÇÃO

O patrimônio do devedor é a garantia do pagamento de suas dívidas. Desde a extinção da servidão como penalidade para o não pagamento dos débitos, pela *Lex Poetelia Papiria* em 428. a.C (Scalzilli, Spinelli, Tellechea, 2016, p.41-42) o foco passou a ser a execução sobre os bens do devedor. A *Lex Poetelia Papiria* foi o marco histórico de transição entre a responsabilidade pessoal do devedor para o sistema de responsabilidade patrimonial, essencial para o correto entendimento da dinâmica recuperacional e falimentar (Ferreira, 1965, p. 7) e cujo teor está previsto, atualmente, no art. 789 do Código de Processo Civil.

O sistema da responsabilidade patrimonial no Direito Romano se caracterizava por ser universal e geral, tendo em vista que abarcava todo o patrimônio do devedor e beneficiava todos os credores (Cerezetti, 2012, p. 34). Caso não houvesse a perspectiva de pagamento dos débitos, a solução encontrada foi a *Bonorum Venditio* ("Venda dos Bens"), permitindo-se que o patrimônio do credor fosse alienado em bloco (Cerezetti,

2012, p. 35). O instituto romano da *Cessio bonorum*, possibilitou que os credores passassem a ser titulares do poder de alienar, judicialmente, os bens do devedor para satisfazerem seus créditos e adotar decisões majoritárias vinculantes para os credores minoritários (Buschinelli, 2014, p. 29). Estes institutos marcaram os primórdios da execução concursal, também conhecida como concurso de credores.

Através da *Bonorum Venditio* e da *Cessio Bonorum* possibilitou-se que bens do devedor fossem alienados para que os credores tivessem seus créditos quitados. Essa quitação deveria, também, ser realizada em igualdade de condições entre todos, marcando a aplicação do princípio da "*par conditio creditorum*". No que tange a este princípio, cuja origem remonta de Roma, sabe-se que era aplicado nas situações de igualdade de condições entre os credores, como créditos que possuíssem a mesma natureza. Tais créditos deveriam ser quitados de forma proporcional, evitando, dessa forma, disparidades quanto ao pagamento e mediante tratamento de títulos de natureza semelhante (Coelho, 2006, p. 244).

A instauração de um regime concursal de credores em casos de insolvência como explica Gabriel Saad Kik Buschinelli: "[...] não deriva de um ato voluntário de sujeição de cada credor às regras emanadas pela coletividade. Os efeitos legais são impostos como decorrência da situação de insuficiência patrimonial enfrentada pelo devedor" (Buschinelli, 2014, p. 29).

No regime concursal todos deverão ter o mesmo tratamento, devido a incidência do princípio já mencionado da *"par contitio creditorum*", presente no atual artigo 126 da Lei n. 11.101/05. O princípio da *par conditio creditorum* tem a acepção de não apenas garantir a adequada quitação, respeitando-se a ordem cronológica e procedimental da lei, mas de efetivamente garantir a igualdade material na deliberação e no pagamento dos créditos submetidos ao plano recuperacional[2].

---

2. Importante mencionar que o Superior Tribunal de Justiça admite a criação a criação de subclasses entre os credores da recuperação judicial, desde que estabelecido um critério objetivo, justificado no plano de recuperação judicial, abrangendo credores com interesses homogêneos, ficando vedada a

O tratamento igualitário entre credores incentiva que estes não concorram entre si e tomem a decisão a respeito do plano de recuperação com maior transparência e eficiência, despidos de motivações com intuito individual, mas compelidos pelo objetivo de garantir a maximização dos bens do devedor e a preservação da empresa[3], o que, indiretamente, favorece seus interesses particulares.

É certo que a formação de um concurso de credores nem sempre é desejada por todos, tendo em vista que, na medida em que submetidos ao plano de recuperação, os credores perdem a prerrogativa de realizar execuções individuais, como, também, a garantia de preferência na quitação do crédito conforme o trâmite processual. Com a formação do concurso, também há a submissão às decisões tomadas coletivamente o que, eventualmente, pode afetar interesses de cunho individual. É certo, no mais, que há o temor da falência por cada credor, caso não haja a correspondente quitação de crédito, tal como o cumprimento dos deveres expostos no plano homologado. Esse contexto torna propício comportamentos individualistas e tendenciosos do credor no momento de votação do plano de soerguimento.

No intuito de combater decisões iníquas, a Lei n. 11.101/2005 faz prevalecer a vinculação obrigatória dos credores à vontade coletiva, de modo que a coletividade estará sujeita às mesmas condições de tratamento e quitação de seus débitos. Haverá, dessa forma, por cada classe de credores, a gestão coletiva de seus interesses como classe. Esta vinculação obrigatória, em que pese relativize direitos subjetivos de cada credor, tenta impedir, na maior medida possível, a decisão individual que tende ao oportunismo em busca de vantagens e pagamentos

---

anulação de direitos de eventuais credores isolados. STJ. 3ª Turma. REsp. 1634844-SP, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, julgado em 12/03/2019 (Info 644). Posteriormente a esse julgado, foi editada a Lei 14.112/2020, que alterou o art. 67 e passou a prever a possibilidade de adoção de tratamento diferenciado a determinados credores de forma expressa.

3. A respeito do assunto ver: CEREZETTI, Shiela Christina Neder. **A recuperação Judicial de sociedade por ações**. O princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

diferenciados por cada um dos credores (Scalzilli; Spinelli; Tellechea, 2016, p. 183).

Para que ocorra esta limitação dos direitos individuais, dentre os quais podemos citar a suspenção das ações e execuções singulares, além de renegociações e novações de créditos, relativizando o princípio "*pacta sunt servanda",* tão caro ao Direito Civil, é imprescindível que esta vinculação à decisão da maioria de cada classe se dê por meio de uma deliberação justa, transparente e equânime.

Todos os credores pertencentes a cada classe prevista no art. 41 da Lei n. 11.101/05 devem estar em mesmo patamar de igualdade, tratamento e sabedores, na medida do possível, das mesmas informações sobre o plano recuperacional, a fim de direcionar o seu voto para o bem coletivo, sem, no entanto, sacrificar demasiadamente seu interesse individual.

Por isso mesmo, cada credor é justamente alocado em uma classe cujos interesses sejam justapostos, a fim de que tomem a melhor decisão coletiva, mas sem negar o âmbito individual que os une como classe similar. Assim, cabe dizer que a prevalência da vontade da maioria sobre a minoria só se justifica se o grupo ao qual os credores estão submetidos contar com interesses simétricos.

2 DA REDAÇÃO DO ARITIGO 43 DA LEI 11.101/05

A submissão de todos os créditos existentes na data do pedido de recuperação, na forma do art. 49 da Lei n. 11.101/2005, excetuadas as ressalvas legais, é imprescindível para a reorganização econômico-financeira da empresa.

No que tange às ressalvas legais, há créditos que, não obstante *a priori* devessem ser computados, a fim de formação das classes previstas no art. 41 da LFR e cômputo dos quóruns e para fins deliberativos, excepcionalmente recebem tratamento diferenciado. Tais créditos acabam sendo vinculados à decisão da maioria, não obstante não sejam computados para os fins de apuração de quórum de deliberação, possuindo

tão somente o direito de voz. Trata-se dos credores constantes no rol elencado no artigo 43 da Lei n. 11.101/05. Vejamos a redação do artigo:

> Art. 43. Os sócios do devedor, bem como as sociedades coligadas, controladoras, controladas ou as que tenham sócio ou acionista com participação superior a 10% (dez por cento) do capital social do devedor ou em que o devedor ou algum de seus sócios detenham participação superior a 10% (dez por cento) do capital social, poderão participar da assembleia-geral de credores, sem ter direito a voto e não serão considerados para fins de verificação do quórum de instalação e de deliberação.
>
> Parágrafo único. O disposto neste artigo também se aplica ao cônjuge ou parente, consanguíneo ou afim, colateral até o 2o (segundo) grau, ascendente ou descendente do devedor, de administrador, do sócio controlador, de membro dos conselhos consultivo, fiscal ou semelhantes da sociedade devedora e à sociedade em que quaisquer dessas pessoas exerçam essas funções (Brasil, 2005).

A redação do artigo gera confusão, na medida em que os termos usados em sua redação se sobrepõem. Isso porque, controlador e coligada são, necessariamente, sócios do devedor, o que torna a menção dos termos desnecessária.

Relevada a imprecisão técnica do legislador, a vedação prevista no *caput* do artigo 43 da LFR se aplica a credores que possuem especial elo com o devedor, recebendo pela lei o tratamento de presunção absoluta de imparcialidade (Buschinelli, 2014).

Em tais casos, pode se dizer que ocorre o denominado conflito de interesses, ou seja, haverá interesses contrapostos e extraconcursais que terão de ser enfrentados pelo credor-sócio, o qual assume especial posição frente aos demais pertencentes a sua classe. Em tais situações a lei veda que este impasse seja solucionado na esfera individual e proíbe, de forma preventiva e absoluta, a participação de tais credores na deliberação do plano de soerguimento (Coelho, 2017).

Gabriel Saad Kik Buschinelli já explicava a gênese desta presunção, segundo ele:

> Se é possível extrair um denominador comum das hipóteses de impedimento de voto previstas no art. 43 da LRE, é a ligação ou proxi-

> midade de um dado credor com o devedor (relação de ordem predominantemente subjetiva) que motiva a presunção absoluta de que o credor não terá neutralidade para votar (Buschinelli, 2014, p. 96).

No que tange ao conflito de interesses, cabe dizer que este pode se apresentar formalmente, situação na qual há uma presunção absoluta que determinado agente não aturará de forma neutra, ocorrendo uma análise de forma *ex-ante* que culmina na proibição de sua participação e manifestação de voto. O conflito de interesses também pode ser de ordem material, sendo que a averiguação ocorrerá de forma *ex-post*, ou seja, posteriormente à sua incidência, momento em que deverá se analisar, casuisticamente, a conduta do sócio credor (França, 2003).

Fabio Ulhoa Coelho menciona que o TJSP ao apreciar o Agravo de Instrumento n.554.611-4/9-00, j. 25.6.2008 decidiu que:

> O impedimento de voto preceituado no art.43 da LREF atinge não somente o voto favorável ao plano de recuperação, mas também o contrário à sua aprovação. Se o credor é, como nesse caso, irmão de procuradores da sociedade empresária em recuperação ele não pode votar na assembleia, ainda que seja no sentido da rejeição do plano (Coelho, 2017, p. 155-156).

De acordo com o relator do Agravo, Des. José Araldo da Costa Telles:

> O agravante sustentou que o D. magistrado interpretou a lei às avessas. A restrição do direito de voto, nos casos do art.43 da Lei, tem sentido para impedir o favorecimento descabido da recuperanda com votos a favor de seu plano e não quando, como no caso, haja pretensão de voto contrário. O Desembargador aclarou que, em verdade, a lei, nesse ponto, não faz qualquer distinção. De forma objetiva, o artigo estabelece os impedimentos, mesmo porque não teria sentido admitir-se o voto contrário aos interessados da empresa em crise e não se admitir quando ele fosse favorável ao plano (Coelho, 2017, p. 155-156).

Assim, no caso do artigo 43 da LRF, está-se diante de um típico caso de conflito de interesses formal, em virtude de haver uma vedação absoluta para que o credor-sócio exerça seu direito de voto e, consequente-

mente, uma presunção inafastável de que não terá a neutralidade necessária para realizar a deliberação do plano. Para essa espécie de credor, restará, apenas, o direito de voz.

O afastamento dos agentes elencados no *caput* do citado artigo ocorre justamente pelo fundamento de que, para que uma maioria vincule uma minoria, como ocorre no caso da vinculação obrigatória dos credores em classes compatíveis com seus créditos, a deliberação da maioria deve ser feita de forma justa, íntegra e livre de interesses extraconcursais, devendo todos os credores estarem sob o mesmo patamar deliberativo. O que não ocorre quando estamos diante de sócios-credores. Como bem ensina Francisco Satiro:

> Quando há uma participação sócio-credor, há uma estrita relação com sua administração, é possível dizer que ele está em uma "ponta da mesa" (dos credores) mas tem um acesso à "outra ponta" (do devedor), fato que o diferencia de seus pares. Os sistemas jurídicos o qualificam como "insider" ou "connected person". O conceito de insider varia de país para país. Em geral trata-se de um conceito abrangente que engloba os sócios, os administradores, e seus parentes. Esse convívio de dois interesses potencialmente conflitantes pode levar a situações de desequilíbrio ou de abuso (Satiro, 2017, p. 12).

O fato de estar em "duas pontas da mesa", como cunhado por Satiro (2017, p. 13), pode levar ao credor-sócio a possuir informações privilegiadas sobre a administração, estado econômico, estratégias competitivas e outras informações específicas sobre o plano recuperacional. Este credor-sócio estará em um patamar diferenciado dos demais credores. Combinará num único agente interesses de credor e de sócio, em posição inegavelmente estratégica e diferencial, o que justifica o tratamento outorgado pela LFR a fim de vedar a sua manifestação de voto.

3 CASO TPI X BNDES

Triunfo Participações e Investimentos S.A. (TPI), fundada em 1999 na cidade de São Paulo, está constituída como uma sociedade de capital aberto, que atua como *holding* de um dos principais grupos brasileiros

do setor de infraestrutura. As sociedades integrantes do Grupo Triunfo prestam serviços em diversos segmentos, tais como concessão rodoviária, administração de portos e aeroportos e energia[4].

Devido à crise econômica nacional, que atingiu o mercado de infraestrutura brasileiro, além de ajuizamento de execuções por credores, a situação financeira da empresa foi comprometida, causando uma crise de liquidez no Grupo Triunfo. A TPI foi, então, compelida a organizar uma reestruturação de dívidas financeiras, na forma de plano de recuperação extrajudicial, o qual foi apresentado ao Poder Judiciário do Estado de São Paulo para fins de homologação e autuado sob o n.: 1071904-64.2017.8.26.0100.

A reestruturação que as requerentes pretendiam ver implementada estava disciplinada na forma de dois planos de recuperação extrajudicial: o plano apresentado conjuntamente pela TPI e suas controladas Dable, Maestra, NTL e Vessel-Log. ("Plano de RE da TPI") e o plano apresentado pela Concer ("Plano de RE da Concer"), o que é expressamente admitido pela LFR na forma de litisconsórcios ativos facultativos. Ambos os Planos abrangiam apenas créditos financeiros, provenientes de operações celebradas no âmbito do Sistema Financeiro Nacional e do Mercado de Capitais.

Em sua petição inicial, as sociedades requerentes alegaram preencher todos os requisitos do art. 48 da Lei n. 11.101/05, essencial para fins de homologação do plano e, da mesma forma, que foi alcançado o quórum mínimo de 3/5 (três quintos) de todos os créditos abrangidos, restando atendido o requisito do art. 163, *caput*, da LFR, para a chamada Recuperação Extrajudicial Impositiva.

Nos autos de recuperação extrajudicial da Triunfo Participações e Investimentos, os créditos abrangidos pertencentes ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), credor das referidas requerentes, não foram considerados para fins de apuração do percentual previsto no *caput* do art. 163 da Lei n. 11.101/05.

---

4. Informações disponibilizadas pelo Grupo Triunfo pelo site: http://www.triunfoeconorte.com.br/empresa/triunfo-participacoes-e-investimentos-tpi.aspx

Segundo a Requerente, o BNDES se enquadraria nas hipóteses elencadas no artigo 43 da Lei n. 11.101/05 e, conforme prevê o seu artigo 163, § 3º, II, seu crédito não seria computado para fins de formação de quóruns de deliberação, isso porque BNDESPar, subsidiária integral do BNDES seria sócia/acionista e coligada da TPI.

Para um melhor entendimento sobre a dinâmica de relacionamento entre o Grupo Triunfo e o BNDES, cabe dizer que, conforme informado no fato relevante divulgado pela TPI, em 09.04.2013, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) aprovou o ingresso de sua subsidiária integral BNDES Participações S.A. (BNDESPar) no capital social da TPI, mediante subscrição privada de ações representativas de 14,75% de seu capital social. Esta participação societária do BNDESPar foi mantida inalterada até 13.04.2017, quando deu início a um movimento de vendas de suas ações em mercado.

O investimento realizado pelo BNDESPar na TPI foi acompanhado de um Acordo de Acionistas. Tal acordo de acionistas assegurava ao BNDESPar, dentre outros, os seguintes direitos: (i) eleição de 1 (um) membro para o Conselho de Administração da TPI, que não será considerado no cômputo do percentual mínimo de conselheiros independentes; (ii) direito de manifestação prévia do BNDESPar caso a TPI pretenda alterar suas atuais regras societárias relativas a operações com partes relacionadas, estatuto social e política de transações com partes relacionadas; e o (iii) direito de adesão da BNDESPar a ofertas públicas primárias ou secundárias a serem realizadas pela TPI e/ou pelos acionistas controladores.

O Acordo de Acionistas deveria permanecer vigente, no mínimo, pelo prazo de 15 (quinze) anos, somente podendo ser extinto, antecipadamente, caso cumulativamente: (i) a BNDESPar passasse a deter ações vinculadas que representem participação inferior a 5% (cinco por cento) do capital social total da companhia e (ii) a liquidez das ações de emissão da companhia tenha atingido volume médio diário superior a R$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais). Por qualquer das hipóteses, o Acordo de Acionistas continuaria ainda em vigor pelo prazo ajustado.

Em 06.02.2017 a TPI divulgou, através de comunicado ao mercado, informação de que, em conjunto com seus assessores financeiros e legais contratados, iria avaliar a possibilidade de alienar ativos a serem selecionados por sua administração a fim de gerar maior liquidez ao grupo e diminuir seus passivos.

Em 06.04.2017, TPI recebeu uma carta de seu acionista BNDESPar, por meio da qual foi requerida a desvinculação do Acordo de Acionistas de ações pertencentes ao BNDESPar representativas de 9,659% do capital social da TPI, com o consequente cancelamento dos ônus existentes, de modo a permitir sua alienação pelo BNDESPar.

A BNDESPar informou que as demais ações representativas de 5,094% do capital social da TPI, deveriam permanecer vinculadas ao Acordo de Acionistas, destacando que, conforme previsto no documento, a manutenção do percentual mínimo de 5% do capital social da TPI garantia sua vigência sem qualquer alteração de direitos e garantias previstos no acordo com a BNDESPar.

Quando da formulação do plano de recuperação extrajudicial, os créditos abrangidos pertencentes ao BNDES, credor das referidas requerentes, não foram considerados para fins de apuração do percentual previsto no *caput* do art. 163 da Lei n. 11.101/05. Segundo TPI, apesar do BNDES não ser titular direto de ações da recuperanda, sua participação se faz por meio da subsidiária integral BNDESPAR, havendo identidade de interesses entre ambas. Sustentou a TPI que a vedação do artigo 43 da LRF se aplicaria neste caso, tendo em vista que a BNDESPar seria coligada da TPI.

O conceito de coligação a partir da Lei n. 11.941/2009, a qual realizou alteração na redação do § 1º do art. 243 da Lei 6404/76, vai ao encontro de que seria coligada a sociedade na qual a investidora teria influência significativa. Da mesma forma, a Lei n. 11.941/2009 incluiu os parágrafos 4º e 5º, expondo no primeiro que seria considerada influência significativa quando a investidora detivesse ou exercesse o poder de participar nas decisões políticas financeira e/ou operacional da investida sem controlá-la e, no segundo, que seria presumida a influência

significativa quando a investidora fosse detentora de 20% ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la[5].

A Instrução CVM 247/96[6], vigente à época do processo, também apontava elementos que auxiliam na definição do que seria influência relevante ou significativa:

> Art. 5º, Parágrafo Único. Serão considerados exemplos de evidências de influência na administração da coligada:
>
> **a) participação nas suas deliberações sociais, inclusive com a existência de administradores comuns;**
>
> **b) poder de eleger ou destituir um ou mais de seus administradores;**
>
> c) volume relevante de transações, inclusive com o fornecimento de assistência técnica ou informações técnicas essenciais para as atividades da investidora;
>
> d) significativa dependência tecnológica e/ou econômico-financeira;

---

5. Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.
§ 1º São coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa. (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009)
[...]
§ 4º Considera-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la. (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)
§ 5º É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la. (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009).

6. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst247consolid.pdf
A instrução CVM 247/96 foi revogava pela resolução CVM 2/2020, disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol002.html. Não Obstante, a resolução CVM 211/ 2024, disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/200/resol211.pdf, a partir do item 5 traz teor similar do conceito de influência significativa.

> e) recebimento permanente de informações contábeis detalhadas, bem como de planos de investimento; ou
>
> f) uso comum de recursos materiais, tecnológicos ou humanos (CVM, 1996, grifo próprio).

Da mesma forma, a Deliberação CVM 688/2012[7], em vigor na data dos fatos, estabelecia evidências para a configuração de influência significativa:

> Item 7. A existência de influência significativa por investidor geralmente é evidenciada por uma ou mais das seguintes formas:
>
> **(a) representação no conselho de administração ou na diretoria da investida;**
>
> **(b) participação nos processos de elaboração de políticas, inclusive em decisões sobre dividendos e outras distribuições;**
>
> (c) operações materiais entre o investidor e a investida;
>
> (d) intercâmbio de diretores ou gerentes; ou
>
> (e) fornecimento de informação técnica essencial (CVM, 2012, grifo próprio).

O critério para definir coligação, portanto, passa pela verificação do conceito de influência significativa. Conforme exposto na instrução e deliberação CVM supracitadas, há indicação de influência significativa na presença de representação no Conselho de Administração.

A partir desse pressuposto, a coligação entre TPI e BNDESPar restaria configurada na medida que, ao recordarmos os direitos políticos conferidos pelo Acordo de Acionistas a BNDESPar estava entre eles a prerrogativa de eleger de 1 (um) membro do Conselho de Administração da TPI. Havia, também, o direito de manifestar-se, previamente,

---

7. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0600/deli688.pdf
Atualmente, a Deliberação CVM 688/2012 foi revogada pela deliberação 696/2012, disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0600/deli696.pdf. Sem embargo. está em vigor a resolução CVM 211/ 2024, disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/200/resol211.pdf, a qual em seu item 6 traz teor similar ao conceito de influência significativa acima exposto.

caso a TPI pretendesse alterar suas regras societárias relativas a operações com partes relacionadas e o de aderir a ofertas públicas primárias ou secundárias a serem realizadas pela TPI e/ou pelos acionistas controladores, detendo poder de participação significativo na política financeira e operacional da TPI.

Desta forma, o raciocínio realizado pela TPI foi no sentido de que a BNDESPar, como subsidiária integral da BNDES, com identidade de interesses, e possuindo influência significativa, seria coligada da TPI. Como coligada, é *insider* e está abarcada pelas hipóteses de vedação previstas no art. 43 da Lei n. 11.101/2005, não podendo, portanto, votar e ter seu crédito computado para fins de formação de quórum deliberativo. Isso, porque, como já referimos anteriormente, o BNDES ocupa duas pontas da mesa, apresentando duplo interesse: de credor e de sócio.

O BNDES, em contrapartida, defendeu que as recuperandas deixaram de computar seu crédito no total dos créditos listados sem quaisquer motivos razoáveis, tendo em vista que a participação acionária das empresas do Sistema BNDES é inferior a 10% no capital social de qualquer das sociedades do grupo, sustentando, para tanto, a expressa menção do percentual no *caput* do art. 43 da LFR em conjunto com a definição dada pela Lei n. 10.406 de 10.01.2002 (Código Civil) no art. 1.099[8], a respeito do conceito coligada. Alegou, ainda, que em 21.06.2017, as recuperandas publicaram fato relevante informando a redução de participação acionária relevante da BNDESPAR em 9,13% do capital social da TPI o equivalente a apenas 5,09% foi mantido, corroborando para sua injustificada não computação.

O BNDES também sustentou que, muito embora seja credor das recuperandas, a BNDESPar, sua subsidiária integral e acionista das recuperandas, é pessoa jurídica distinta, com relações jurídicas diferentes, com variadas equipes técnicas, com função social e finalidades diversas. Não caberia, dessa forma, a confusão de identidade com a

8. Art. 1.099. Diz-se coligada ou filiada à sociedade de cujo capital outra sociedade participa com dez por cento ou mais, do capital da outra, sem controlá-la.

finalidade de enquadrá-lo como sócio credor. E, mesmo que houvesse esse enquadramento, o percentual detido pelo BNDES seria de 5,09%, inferior ao percentual de 10% para o qual se aplica a vedação do artigo prevista no art. 43 da LFR.

A fim de sustentar sua tese também suscitou que a BNDESPar, não possuiria qualquer influência significativa no Grupo Triunfo, atentando para o § 5º, do art. 243 da Lei da S.A., o que dispõe que: "É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la", sendo que o BNDESPar não possui o percentual de 20% mencionado pela referida Lei.

Dessa forma, o BNDES, por meio de uma interpretação a contrário senso do art. 43, da LFR, na medida em que passou a deter participação inferior a 10% das ações representativas do capital social da TPI, teria direito de ter seu voto computado para fins de quórum de deliberação no momento da apresentação do pedido de homologação do plano recuperacional.

Para elucidar a relevância da discussão, o crédito do BNDES, quando devidamente computado, demonstra que as recuperandas não alcançariam o cômputo de 3/5 dos créditos previsto no art. 163 da Lei n. 11.101/05, não fazendo jus, portanto, à homologação do plano de recuperação extrajudicial, por não terem atingido o quórum mínimo legal.

4 DISCUSSÃO SOBRE O CASO TPI E A INTERPRETAÇÃO ARTIGO 43 LEI N. 11.101/05

A interpretação a partir da qual bastaria a participação de percentual de 10% no capital social do devedor, utilizada na defesa do BNDES, apesar de ser critério prático e objetivo para a aferição de conflito de interesses, já que depende da mera subsunção do percentual detido pelo sócio, é critério facilmente contornável pelo sócio credor caso queira ter seu voto computado ou não na deliberação recuperacional.

Para este critério objetivo, não seria necessário demonstrar a proximidade entre as partes e qualquer influência significativa na recupe-

randa, bastando averiguar tão somente o percentual de participação no capital social da empresa em processo de soerguimento.

A atuação do BNDES reforça como esse critério é facilmente manipulável e demasiadamente simplista diante do caso concreto, tendo em vista que BNDES buscou alterar o critério objetivo – participação superior a 10% – que entendia ser o único considerado para determinar impedimento, interpretando o artigo 43 da LFR e art. 1.099 do Código Civil de forma a considerar a vedação aplicável a partir do percentual de 10% do capital social.

De outra maneira, a TPI realizou interpretação diversa da expressa pela literalidade do artigo 43 da LFR, caracterizando o BNDES como coligada, via interpretação do art. 243 da Lei n. 6.404/76, além de sustentar que, para a aplicação da vedação prevista no artigo 43 da LFR, haveria uma irrelevância no percentual detido pelos agentes elencados no artigo.

Ao enfrentar ambas possíveis interpretações levantadas pelas partes, o juízo, no caso estudado, concluiu que o BNDES deveria ter seu direito de voto vedado para fins de formação de *quóruns*, não acolhendo o critério meramente matemático utilizado pelo BNDES, mas da mesma forma, rechaçando que qualquer participação acionária poderia levar a instauração de um conflito de interesses, como levantou a TPI, não acolhendo, neste ponto, a tese das autoras.

Em verdade, em inteligente interpretação judicial, o magistrado utilizou-se de forma sistemática dos dispositivos que, ao tratarem da coligação, dispõe sobre o conceito de influência significativa, conforme art. 243 da Lei n. 6.404/76, assim como Instrução CVM 247 e Deliberação CVM 688, constatando que, no caso, dado o teor do Acordo de Acionistas, estaria caracterizada influência significativa o suficiente a contaminar a manifestação do credor, sendo possível concluir que o BNDES possui posição de clara assimetria frente aos demais credores.

Também cumpre observar que o percentual de 10% referido no *caput* do artigo 43 da LFR seria, especificamente, para lidar com as duas últimas hipóteses previstas na parte final do artigo, quais sejam as participações indiretas: (i) as sociedades que tenham sócio ou acionista

com participação superior a 10% do capital social do devedor, e, (ii) as sociedades em que o devedor ou algum de seus sócios detenham participação superior a 10% do capital social.

A aplicação do art. 1.099 do Código Civil também se mostra inadequada no caso, pois apenas toma lugar quando não há sociedade anônima como devedora, o que, por si só, afasta a aplicação do Código Civil e dá lugar à Lei n. 6.404/76, dado o princípio da especialidade. Sendo a TPI sociedade anônima, não há que se falar na utilização da lei civilista.

Nessa medida, a ausência de uma redação inequívoca quanto aos critérios do art. 43 da LFR é ponto de destaque no caso estudado. Dada a importância do exercício do direito de voto, especialmente em casos de soerguimento, quando o quórum deliberativo pode mudar a concessão ou não da recuperação judicial.

Verificamos que o art. 43 da LFR pode ser compreendido no sentido de que o conflito de interesses ocorre quando qualquer das pessoas elencadas no *caput* possuírem um percentual de 10% ou mais do capital social, o qual objetivamente seria considerado como relevante pela lei. Essa interpretação, como já mencionado, é extremamente manipulável pelo sócio credor, na medida de ser seu interesse ou não participar da deliberação em assembleia de credores, podendo facilmente manipular sua quota parte no capital social.

Por outro lado, também seria possível concluir que qualquer percentual detido pelo sócio credor leva a um conflito de interesses, o que não nos parece ser o mais adequado. Impedir, *a priori*, que qualquer sócio, o qual inclusive pode ocupar posição minoritária, sem quaisquer privilégios ou vantagens, seja impedido de votar no plano de recuperação, desestimula, demasiadamente, que pequenos investidores participem da gestão empresarial e invistam no próprio negócio, sob pena de ter seu direito de voto desconsiderado em momento de crise financeira.

De fato, o caso TPI contra BNDES, passa pela compreensão de que a proibição de voto do sócio credor depende da verificação de participação societária efetivamente relevante a ponto de possibilitar influência no momento da deliberação pela aprovação ou não do plano.

É necessário recordar que a detenção de parcela mínima do capital social, ainda mais em sociedades anônimas de capital aberto, sem qualquer proximidade com os controladores ou administradores da companhia, não tem o condão de, por si só, comprometer o interesse do credor votante e estabelecer interesses contrapostos. No caso estudado, a participação do BNDES, via BNDESPAR, era relevante, mais pelos direitos que efetivamente conferia via acordo de acionista do que propriamente pelo percentual detido pela subsidiária integral.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Dessa forma, em que pese no caso estudado tenha-se chegado à conclusão de que a *ratio* do artigo 43 da LFR é afastar potenciais situações de conflito de interesses geradas pela simultaneidade de posições credor-sócio, cabe realizar crítica a como esse entendimento pode ser instrumentalizado na prática empresarial pela equívoca redação do artigo.

Nos parece que adotar critério objetivo de interpretação do citado artigo 43, qual seja, entender pela exigibilidade do percentual fixo de 10% para aplicação da vedação, apesar de prático e ágil pela simples subsunção, é raciocínio facilmente manejável pelo credor-sócio que possui interesses extraconcursais e deseja ter seu voto computado ou não.

No mesmo sentido, entender o referido artigo como uma vedação de pronto aplicável, bastando que o credor ocupe quaisquer posições elencadas no *caput*, sem averiguar a presença de influência significativa e relevante do sócio-credor na recuperanda, é critério que desestimula o aporte de recursos por sócios-credores minoritários que não possuem quaisquer posições avantajadas ou prerrogativas no âmbito da empresa.

Por conseguinte, é possível sugerir, para a aplicação das vedações previstas no *caput* do artigo 43 da Lei 11.101/2005, que seja verificada a existência de influência significativa na participação detida pelo credor-sócio de forma individualizada.

A averiguação da influência significativa pode ser amparada por dispositivos como o art. 243 da Lei 6404/76 (Brasil, 1976), assim como pela Resolução CVM 211/2024 (CVM, 2024), em vigor.

À vista dessa interpretação, é possível evitar que credores-sócios com participação relevante influenciem na verificação da viabilidade econômica e fática do Plano de Recuperação mediante interesses diversos dos interesses detidos por seus pares de classe. No mesmo sentido, a utilização do critério da *influência significativa* garante que credores sócios minoritários invistam e aportem liquidez à empresa, sem que tenham seu direito de voto tolhido no momento de crise empresarial, por possuírem qualquer participação acionária, por mais ínfima que seja.

A adoção do critério da *influência significativa*, na medida em que é casuístico, mas também encontra amparo legal, mostra-se mais adequado e proporcional para garantir a integridade do procedimento deliberativo e garantir a higidez da deliberação dos credores em concurso.

REFERÊNCIAS

BEZERRA FILHO, Manuel Justino. **Lei de recuperação de empresas e falência**: Lei 11.101/2005 comentado artigo por artigo. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui e Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, [2002]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 29 set. 2025.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, [1976]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 03 set. 2025.

BRASIL. **Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005**. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília, DF: Presidência da República, [2005]. Disponível

em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11101.htm. Acesso em: 03 set. 2025.

BRASIL. **Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009**. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto no 70.235, [...]. Brasília, DF: Presidência da República, [2009]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm. Acesso em: 03 set. 2025.

BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO**. Processo Judicial n. 1071904-64.2017.8.26.0100**. Recuperação Extrajudicial - Recuperação extrajudicial. Requerente: TPI - Triunfo Participações e Investimentos S.A. e outros. Juiz de Direito: Marcelo Barbosa Sacramone. São Paulo, 2017. Disponível em: https://eproc1g-consulta.tjsp.jus.br/eproc/externo_controlador.php?acao=tjsp@consulta_unificada_publica/consultar. Acesso em: 03 set. 2025.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Abuso do direito de Voto na Assembleia Geral de Credores**. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2014.

CEREZETTI, Shiela Christina Neder. **A recuperação Judicial de sociedade por ações. O princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à lei de falências e de recuperação de Empresas**. São Paulo: Revista do Tribunais, 2017.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. 3.

CVM. **Deliberação cvm nº 688, de 04 de outubro de 2012**. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 18(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Investimento em coligada e em controlada. [*S. l.*]: 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0600/deli688.pdf. Acesso em: 03 set. 2025.

CVM. **Deliberação cvm nº 696, de 13 de dezembro de 2012**. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 18(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de investimento em coligada, em controlada e empreendimento controlado em conjunto. [*S. l.*]: 2012. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0600/deli696.pdf. Acesso em: 03 set. 2025.

CVM. **Instrução cvm nº 247, de 27 de março de 1996**. Dispõe sobre a avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas e sobre os procedimentos para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis consolidadas, para o pleno atendimento aos Princípios Fundamentais de Contabilidade [...]. [*S. l.*]: 1996. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst247consolid.pdf. Acesso em: 03 set. 2025.

CVM. **Resolução cvm nº 2, de 6 de agosto de 2020**. Revoga atos normativos e outros atos sem caráter normativo, como parte do processo de revisão e a consolidação dos atos normativos, conforme disposto no Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019, e altera a Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019. 2020. [*S. l.*]: 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol002.html. Acesso em: 03 set. 2025.

CVM. **Resolução cvm nº 211, de 23 de setembro de 2024**. Aprova o Pronunciamentos Técnicos CPC 18 (R3) – Investimento em Coligada e em Empreendimento Controlado em Conjunto, emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis. [*S. l.*]: 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/200/resol211.pdf. Acesso em: 03 set. 2025.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 1965. v. 14.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de Interesses: formas ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, p. 225-262, out./dez. 2002.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflito de Interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício de voto em Assembléias Gerais e reuniões sociais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 51, p.29-32, jul./set. 1983.

IMHOF, Cristiano. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência, interpretada e anotado artigo por artigo**. São Paulo: Editora Atlas S. A, 2014.

MANDEL, Julio Kahan. Da convolação da recuperação judicial em falência. *In*: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 36, abr./jun. 2007.

PACHECO, José da Silva. **Processo de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência**. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

SADDI, Jairo. Considerações sobre o Comitê e a Assembléia de Credores na nova lei falimentar. *In*: PAIVA, Luiz Fernando Valente (org.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SADDI, Jairo. **Comentários à Nova Lei de Falência e Recuperação de Empresas**. Osmar Brina Corrêa-Lima; Sérgio Mourão Corrêa Lima (coord.). Editora Forense, Rio de Janeiro, 2009.

SATIRO, Francisco. **Parecer jurídico realizado no plano de recuperação extrajudicial nº 1071904-64.2017.8.26.0100**. 2ª Vara de Falências e recuperações judiciais. Tribunal de Justiça de São Paulo. São Paulo, 2017. Disponível em: https://eproc1g-consulta.tjsp.jus.br/eproc/externo_controlador.php?acao=tjsp@consulta_unificada_publica/consultar. Acesso em: 03 set. 2025.

SCALZILLI, João Pedro. SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência, Teoria e Pratica na Lei 11.101/2005**. São Paulo: Editora Almedina, 2016.

SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

TOLEDO, Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. *In*: BEZERRA FILHO, Manoel Justino *et al*.(coord.). **Tratado de direito empresarial**: Recuperação empresarial e falência. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. 5.

Recebido em: 05/09/2025
Aprovado em: 30/09/2025