

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 33

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2023

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), Antônio José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bon (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) – Coordenadores. Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Doutora, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestre, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTES NÚMERO: Angelo Prata de Carvalho (Doutor, UNB, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Fabrício de Souza Oliveira (Doutor, UFJF, Brasil), Fernanda Versiani (Doutora, UFMG, Brasil), Gerson Branco (Doutor, UFRS, Brasil), Henrique Cunha Barbosa (Doutor, INSPER, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Maíra Fajardo Linhares Pereira (Doutora, UFJF, Brasil), Marcelo Lauar Leite (Doutor, UFERSA, Brasil), Rafael Vieira de Andrade de Sá (Mestre, FGV-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Rodrigo da Guia Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Sérgio Marcos Carvalho de Ávila Negri (Doutor, UFJF, Brasil), Thalita Almeida (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Uinie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil) e Victor Willcox de Souza Rancaño Rosa (Doutor, UERJ, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 33 (julho/dezembro 2023)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

O PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL E A VIABILIDADE ECONÔMICA DO DEVEDOR¹

THE JUDICIAL RECOVERY PLAN AND THE ECONOMIC VIABILITY OF THE DEBTOR

*Patrícia da Silva Oliveira Machado**

*Marcelo Barbosa Sacramone***

Resumo: Empresas em situação de crise encontram amparo no sistema de insolvência para negociarem diretamente com seus credores os meios para soerguimento de suas atividades. O interesse primordial dos envolvidos é o recebimento dos créditos através da manutenção das atividades empresariais, o que possibilita, inclusive, a concretização da função social da empresa. Entretanto, a maioria das recuperandas além de não atingirem as projeções apresentadas no plano de recuperação judicial, mantêm os resultados econômicos em patamar semelhante ao realizado no ano anterior ao pedido do benefício legal. Apesar do descumprimento frequente das obrigações acordadas, o agravamento da crise e o aprofundamento da deterioração dos ativos, diante da ínfima perspectiva de recebimento em caso de liquidação falimentar, os credores acabam por gerar uma extensiva controvérsia à eficácia econômica do direito de insolvência ao optarem pela permanência de empresas inviáveis no mercado. Neste cenário, o envolvimento ativo pelo administrador judicial, principal-

1 Artigo recebido em: 15.09.2023 e aceito em 07.02.2024.

* Mestre em Gestão para a Competitividade, linha de pesquisa em Finanças e Controladoria pela Fundação Getúlio Vargas - FGV. MBA em Gestão Empresarial pelo IBMEC. LL.M em Direito Empresarial pela FMU. Advogada e contabilista, especialista em governança corporativa e reestruturação de empresas. E-mail: poliveiram@hotmail.com

** Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo. Advogado e parecerista. Ex-juiz de Direito da 2ª Vara de Recuperações e Falências de São Paulo. Professor de Direito Empresarial na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Insper e Ibmecc-SP. E-mail: marcelo.sacramone@sobadv.com.br

mente após as inovações trazidas pela Nova Lei de Recuperação Judicial, é primordial para que os envolvidos tenham maior ciência da situação econômico-financeira da devedora, bem como pela diminuição da assimetria de informações, seja pela apresentação mensal dos relatórios como através da conferência das informações apresentadas pelo devedor no plano de recuperação judicial.

Palavras-chave: Direito Empresarial, Recuperação de Empresas, Viabilidade Econômica, Plano de Recuperação Judicial e Administrador Judicial.

Abstract: Companies in crisis find support in the insolvency system to directly renegotiate with their creditors the means to recover their activities. The primary interest of those involved is to receive their credits through the maintenance of business activities, which also enables the realization of the company's social function. However, the majority of companies undergoing recovery proceedings not only fail to meet the projections presented in the judicial recovery plan but also maintain economic results at a similar level to the year prior to seeking the legal benefit. Despite the frequent non-compliance with agreed obligations, the worsening of the crisis, and the deepening of asset deterioration, given the minimal prospect of receiving payments in the event of a liquidation bankruptcy, creditors end up generating extensive controversy regarding the economic effectiveness of insolvency law when they choose to keep unviable companies in the market. In this scenario, the active involvement of the judicial administrator, especially after the innovations brought by the New Bankruptcy Law, is crucial for the parties involved to have a better understanding of the economic and financial situation of the debtor. It also helps to reduce information asymmetry, both through the monthly reports and through the verification of the information provided by the debtor in the recovery plan.

Keywords: Corporate Law, Business Recovery, Economic Viability, judicial Recovery Plan and Judicial Administrator.

Sumário: Introdução; 1. A análise da viabilidade econômica do devedor. 2. A maximização dos interesses particulares dos credores no voto. 3. O resultado líquido esperado e o efetivo. 4. A redução de assimetria informacional pela atuação do administrador judicial. Conclusão.

Introdução.

O projeto de Lei PLC 71/2003, convertido na Lei 11.101/05, estruturou o sistema de insolvência no Brasil baseado em princípios econômicos e que promoveriam a melhor alocação dos recursos escassos para conseguir perseguir os objetivos de política pública pretendidos.

Sob essa concepção econômica, o Senador Ramez Tebet² indicou 12 princípios que orientaram a redação dos artigos do projeto. Mais do que princípios, referidos postulados compreendiam não apenas os objetivos pretendidos, como também a estrutura para obtê-los.

Dentre os postulados, a preservação da empresa, como atividade empresarial, é objetivo de todo o sistema. A manutenção da atividade empresarial assegura os empregos, a oferta de produtos e serviços no mercado, o crescimento regional e o desenvolvimento econômico do país.

Referida preservação, entretanto, não se faz em detrimento da maximização dos ativos. A preservação da empresa sob a condução do devedor apenas deverá ser feita se o empresário for recuperável. Dessa forma, apregoa o art. 47 da Lei de Recuperação de Empresas e

2 BRASIL. Senado Federal. Parecer nº 534/2004 da Comissão de Assuntos Econômicos. Relator Senador Ramez Tebet. Diário do Senado Federal. Publicado em 10 jun. 2004. Págs. 20 e 29 Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933>. Acesso em: 22 dez. 2022.

Falência que a recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

Se o empresário for irrecuperável, entretanto, o sistema deve permitir sua retirada célere do mercado antes que contamine os demais agentes econômicos e afete o custo do crédito. Nesse contexto de ineficiência do devedor para conduzir sua atividade, a preservação da empresa faz-se com a liquidação célere falimentar. A submissão dos ativos ao procedimento falimentar permite sua aquisição por empresário arrematante mais eficiente e que poderia continuar a desenvolver a atividade empresarial.

Por essa razão, preconiza o art. 75 da Lei 11.101/05 que a falência, ao promover o afastamento do devedor de suas atividades, visa a preservar e a otimizar a utilização produtiva dos bens, dos ativos e dos recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa; permitir a liquidação célere das empresas inviáveis, com vistas à realocação eficiente de recursos na economia; e fomentar o empreendedorismo, inclusive por meio da viabilização do retorno célere do empreendedor falido à atividade econômica.

A maximização do valor dos ativos, da satisfação dos créditos titularizados pelos credores e da implementação dos interesses de todos os demais envolvidos com a atividade empresarial são feitos por meio da análise da atribuição mais eficiente dos recursos escassos afetados pela crise empresarial. Para tanto, conferiu-se participação ativa aos credores no procedimento, de modo que lhes foi entregue a análise exclusiva sobre a viabilidade econômica do devedor.

Referida análise, entretanto, pressupõe os incentivos legais adequados para sua mensuração, decisões racionais e informação exauriente para os interessados, pressupostos sem os quais a decisão pode não se orientar pela maior eficiência.

Neste estudo, abordamos o assunto através de quatro aspectos: a viabilidade econômica da empresa em recuperação judicial, a manifestação dos votos dos credores com o objetivo de maximizar os interesses individuais envolvidos, a análise do desempenho das recuperandas em relação às projeções apresentadas no plano de recuperação judicial e a possibilidade de diminuição do desequilíbrio informacional pela atuação diligente do administrador judicial.

1. A análise da viabilidade econômica do devedor.

O pedido de recuperação judicial foi concebido como faculdade atribuída exclusivamente ao devedor. Como pré-requisito para deferimento do processamento da recuperação judicial, o devedor deverá apresentar as demonstrações financeiras, incluindo balanço patrimonial, demonstração de resultados e relatório gerencial de fluxo de caixa e sua projeção, entre outros documentos.

Para seu processamento, não há análise da recuperabilidade ou não da crise que afeta a atividade do devedor. O legislador direcionou aos credores concursais a referida análise a ser feita por ocasião da apreciação do plano de recuperação judicial apresentado.

Cabe à recuperanda demonstrar aos seus credores, no plano de reestruturação, onde estão discriminados todos os meios a serem utilizados para o soerguimento da atividade, através do laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor, que o valor da empresa em continuidade (*going concern value*) e sob a condução do devedor é superior ao valor a ser obtido pela liquidação de seus ativos.

Nesse aspecto, a relevância da atividade empresarial, a eficiência do devedor, a disposição dos meios de recuperação judicial pelo devedor no plano de recuperação judicial devem ser confrontadas com o produto esperado da liquidação dos ativos de forma forçada durante uma liquidação falimentar. É nesse contexto que a propositura do plano de recuperação judicial revela o aspecto negocial impres-

cindível de uma propositura de medidas de saneamento a serem apreciadas pelos credores.

Como destacado por Cássio Cavalli, “o instituto da recuperação judicial resgatou o quanto de negocial havia sido perdido no instituto da concordata, de modo que agora verdadeiramente tem-se um instituto concursal voltado ao soerguimento da empresa a partir da negociação de um acordo entre credores e devedores”.³

Se a apreciação pelos credores da viabilidade econômica da condução da atividade pelo devedor por meio de uma negociação estruturada é alicerce de todo o sistema para se garantir a maior eficiência da alocação dos recursos e se assegurar a preservação das empresas e a satisfação de todos os interesses envolvidos, a definição da viabilidade econômica é procedimento complexo. Quanto a essa real possibilidade de avaliação, diversos autores⁴ questionam a inexistência de critérios e ferramentas para definirem a (in)viabilidade de uma organização, tanto pela ausência de legislação específica como preceito doutrinário.

O legislador optou por conceder a recuperação judicial tanto para empresas com dificuldade econômica, quando inexistente lucro operacional, quanto com apenas dificuldade financeira, situação em que se encontram incapazes de realizar o pagamento das obrigações em seus vencimentos. Diversos autores;⁵ consideram que o benefício

3 CAVALLI, Cassio. Plano de Recuperação. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Org.). *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2015, v.7. p. 258.

4 GARDINO, Adriana Valéria Pugliesi. *A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?* 2012. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo USP; SATTRO, Francisco. Autonomia dos Credores na Aprovação do Plano de Recuperação Judicial. In: CAS-TRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Tavares. *Direito Empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. Quartier Latin, São Paulo, 2013. p. 90-116.

5 ANDRADE, Gregor; KAPLAN, Steven N. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *The journal of finance*, v. 53, n. 5, p. 1443-1493, 1998; BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. The end of bankruptcy. *Stanford Law Review*, p. 751-789, 2002; BLAZY, Régis; CHOPARD, Bertrand. Ex post effi-

somente deveria ser conferido àquelas que se encontram temporariamente impossibilitadas de liquidarem tempestivamente suas obrigações, seja por excesso de endividamento, baixa liquidez ou descasamento de fluxo de caixa. As empresas em dificuldades econômicas, por não gerarem recursos para manutenção das atividades, deveriam ser liquidadas e seus ativos distribuídos aos credores, seja através da venda individualizada dos ativos ou como “going concern”.

Entretanto, Jorge Lobo⁶ considera que “[...] o standard de empresa recuperável admite certa discricionariedade do intérprete em função do caso concreto, visto que uma companhia ilíquida pode ser recuperável por força de seu potencial de gerar lucros, seu moderno parque industrial, sua marca, seus produtos notórios etc., enquanto uma empresa solvente pode estar fadada ao insucesso e à quebra por faltar-lhe condições de crescimento e competitividade a médio e longo prazos”.⁷

Machado constatou que 60% das empresas analisadas que tiveram a convolação em falência decretada detinham prejuízo operacional no ano anterior ao deferimento do processamento da recuperação.⁸

ciency of bankruptcy procedures: A general normative framework. *International Review of Law and Economics*, v. 24, n. 4, p. 447-471, 2004; BUTTWILL, Klas et al. *The efficiency of the bankruptcy process*. An international comparison. *Ratio*, 2004; GERTNER, Robert; SCHARFSTEIN, David. A theory of workouts and the effects of reorganization law. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 4, p. 1189-1222, 1991; LEMMON, Michael L.; MA, Yung-Yu; TASHJIAN, Elizabeth. *Survival of the fittest?* Financial and economic distress and restructuring outcomes in Chapter 11. In: Third Singapore International Conference on Finance. 2009; LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. *Bankruptcy survival*. *UCLA L. Rev.*, v. 62, p. 969, 2015; RASMUSSEN, Robert K.; SKEEL JR, David A. The economic analysis of corporate Bankruptcy Law. *American Bankruptcy Institute Law Review*, v. 3, n.1, p. 85-116, Spring 1995, HeinOnline.

6 LOBO, Jorge. *Da recuperação da empresa*. São Paulo: Lumen Juris, 1993.

7 TOLEDO, Paulo F.C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 5ª ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 209

8 MACHADO, Patrícia da Silva Oliveira. *A efetividade do princípio da viabilidade no sistema de insolvência*. Tese (Mestrado em Gestão para Competitividade - linha de pesquisa Finanças e

Em que pese a essencialidade dessa avaliação, a maioria dos credores não realiza uma análise minuciosa de sua consistência, diante dos custos de transação envolvidos. A assimetria de informações a respeito da condução da atividade do devedor inviabiliza a sugestão de alternativas ou melhorias a serem implementadas. Os credores relacionam-se com o devedor comercialmente, o que torna o conhecimento técnico sobre referido campo de atuação do devedor como característica não essencial. A complexidade da análise, ademais, exige tempo, recursos financeiros, assessoria especializada, despesas que deverão ser sopesadas com a perspectiva de recebimento do referido crédito.

Se há altos custos de transação na análise do plano de recuperação judicial pelos credores, a negociação das melhores condições para a superação da crise econômico-financeira que afeta a atividade do devedor é dificultada pelas próprias circunstâncias temporais do devedor no procedimento de reestruturação.

O fluxo de caixa projetado pelo devedor é apresentado por ocasião da distribuição do pedido de recuperação judicial e o plano de recuperação é apresentado 60 dias após o deferimento do processamento da recuperação judicial, acompanhado dos laudos econômicos e de avaliação dos ativos do devedor. Em referido período, a empresa encontra-se em crise econômica-financeira, momento em que as decisões tomadas até então tiveram como prioridade a manutenção das atividades e não uma estratégia de crescimento e melhoria de rentabilidade, o que dificulta, ainda mais, a projeção da retomada com base no desempenho de curto e médio prazo.

Essa assimetria informacional e que exige dos credores altos custos para a análise da viabilidade econômica do devedor é ainda mais destacada pela possibilidade de o devedor, conhecedor do papel crucial dos credores para a sobrevivência da companhia, inflar os resultados a fim de alcançar a concessão de sua recuperação judicial.

Controladoria) pela Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2022.

2. A maximização dos interesses particulares dos credores no voto.

A análise da viabilidade econômica foi imposta aos credores em virtude de a Lei assegurar que a atribuição do poder deveria ocorrer àqueles que teriam os maiores incentivos para negociar com o devedor. Por meio da conferência da melhor forma de satisfazer os respectivos créditos, esses titulares avaliariam a destinação mais eficiente dos recursos para desenvolver a atividade empresarial.

Ao contrário da Assembleia Geral de sócios, não há propriamente um interesse social a conduzir o voto dos credores e a reputar como ilegal os votos que se desviem desse padrão. Não há contrato plurilateral a motivar que os credores renunciem à satisfação de seus interesses particulares em prol de um interesse coletivo. Também não há uma única definição da melhor forma de satisfação do respectivo crédito, do meio de recuperação mais adequado ou, ainda assim, de uma posição ou necessidade única dos credores, os quais integram classes diferentes em função de naturezas diferentes dos respectivos créditos.

Os credores são reunidos em um órgão deliberativo, a Assembleia Geral de Credores, onde expressarão sua vontade em um termo de adesão, apenas para que cada qual possa expressar qual a alternativa que maximizaria a satisfação de seus interesses individuais creditícios e conforme sua convicção pessoal.⁹

Pelo voto, confere-se aos credores uma análise econômica subjetiva da possibilidade de soerguimento das atividades lucrativas da empresa. O viés subjetivo de interesse individual de cada um é o orientador do voto.

⁹ SATIRO, Francisco. Autonomia dos credores na aprovação do plano de recuperação judicial. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; TAVARES GUERREIRO, Carolina Dias (Org.). *Direito Empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 110.

A exigência de quórum de maioria procura apenas evitar o *bold out creditor*, credor que, por comportamento estratégico, procura extrair benefício individual em detrimento da mais eficiente destinação dos recursos, ou seja, da avaliação adequada da viabilidade econômica do plano de recuperação judicial.

Os interesses dos credores, entretanto, são diversos conforme as referidas classes. No que tange à maximização dos benefícios próprios de cada classe de credores, aqueles derivados da legislação trabalhista, por pretenderem a conservação dos referidos postos de trabalho, estão propícios a aprovarem o plano, independente da ratificação da viabilidade da empresa. Referida posição pela aprovação é corroborada, principalmente, pela alternativa consistir na liquidação falimentar que, além de morosa, possui o risco de inexistir ativos suficientes,¹⁰ bem como em decorrência das limitações dos privilégios de recebimento¹¹ encontradas na falência.

Já os credores quirografários, por estarem em posição inferior ao crédito tributário em caso de quebra, também possuem um incentivo na continuidade da empresa, uma vez que qualquer pagamento é melhor do que a probabilidade de inexistência diante da ordem de pagamento na liquidação falimentar.¹² É de se esperar que os ativos da massa falida não serão suficientes para arcar com os valores dos créditos quirografários após o pagamento dos créditos extraconcurais, dos créditos trabalhistas e decorrentes de acidentes de trabalho, dos créditos com garantia real (até o limite do valor do bem gravado) e, principalmente, dos créditos tributários.

10 MALHEIROS, Aristides. Plano de recuperação – isso funciona? *Revista do Advogado – AASP*, São Paulo, v. 29, n. 105, p. 21-28, 2009.

11 BRASIL. Lei 11.101/2005. Art. 83. A classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem:

I-os créditos derivados da legislação trabalhista, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e aqueles decorrentes de acidentes de trabalho.

12 WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. The success of Chapter 11: A challenge to the critics. *Mich. L. Rev.*, v. 107, p. 603, 2008; GONÇALVES, Oksandro Osdival; DE SIQUEIRA, Felipe de Poli. A aprovação do plano de recuperação de empresas: uma questão de escolha à luz da teoria dos jogos. *Revista da AJURIS*, v. 41, n. 133, 2014.

Esta tese foi recentemente validada pela ABJ através do estudo¹³ sobre as falências do Estado de São Paulo. Ao se analisarem 682 processos de falência, constatou-se que 38% dos processos foram encerrados com a inexistência de ativos e, daqueles com bens arrecadados e liquidados, foi alcançada uma taxa de recuperação de 12% do valor dos ativos, que permitiria um pagamento de um passivo equivalente a apenas 6% da média do montante habilitado e nos termos da ordem legal.

Nesse contexto, decisões dos credores, racionais e dentro de um ambiente incerto, com riscos calculados,¹⁴ podem “apresentar aparente contradição, [quando] opta[m] por alongar o estado de crise indefinidamente ao apoiar devedores, cujas atividades empresárias se deterioram durante o processo recuperacional”.¹⁵ Contudo, a taxa de recuperação da dívida passa a abonar a estratégia inicial, uma vez que o entendimento passa a ser de que qualquer valor recebido é mais vantajoso do que a elevada probabilidade de nada receber no cenário falimentar.

De forma contrária, os credores garantidos tenderiam a desaproveitar o plano com o objetivo de liquidarem os ativos da recuperanda o mais rápido possível para maximizar a possibilidade de recebimento. Para Warren, “os credores garantidos alegam que os credores não garantidos estão tentando negar-lhes o acesso às suas garantias e arriscar sua eventual perda, enquanto os credores sem garantia ale-

13 Observatório da Insolvência. Fase 3: Falências no Estado de São Paulo. Associação Brasileira de Jurimetria - ABJ, em parceria com o Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (NEPI) da PUC-SP, coord. WAISBERG et al., 2022. Acessível em: <https://abjur.github.io/obsFase3/>. Acessado em 25 ago. 2022.

14 POSNER, Richard A. *Economic Analysis of Law*. 7th edition. Chicago; New York: Wolters Kluwer, 2007.

15 DE ASSUMPÇÃO ALVES, Alexandre Ferreira; LICKS, Gustavo Banho. Jurimetria aplicada ao processo de recuperação judicial para aferição da arquitetura decisória dos credores. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, v. 7, n. 1, p. 99-120, 2021.

gam que os credores garantidos estão destruindo a reorganização antes que ela possa começar.”¹⁶

No Brasil, entretanto, o crédito com garantia real, ao contrário do *security creditor* do direito norte-americano, não possui direito absoluto sobre o ativo, mas apenas ordem preferencial de pagamento no sistema falimentar anteriormente ao crédito tributário e posteriormente ao crédito trabalhista. Se a liquidação falimentar for baixa a ponto de sequer satisfazer integralmente os créditos trabalhistas, a classe tenderia a aprovar qualquer plano de recuperação judicial como forma de extrair recursos, ainda que parcialmente.

Diante do exposto, o elevado interesse dos credores acaba por gerar um elevado índice de aprovação dos planos de recuperação judicial, o que foi ratificado pelo estudo realizado pela ABJ onde foram constatados que 88,4% dos planos que foram submetidos à deliberação da AGC foram aprovados em São Paulo,¹⁷ 96,2% no Rio de Janeiro¹⁸ e 86,8% no Rio Grande do Sul.¹⁹

3. O resultado líquido esperado e o efetivo.

Ao realizar um estudo com 26 indústrias que protocolaram pedido de recuperação judicial no Tribunal de Justiça do Estado de São

16 WARREN, Elizabeth. Bankruptcy policy. *The University of Chicago Law Review*, v. 54, n. 3, p. 775-814, 1987.

17 Observatório da Insolvência: 2ª fase de iniciativa da Associação Brasileira de Jurimetria e pelo Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência – NEPI da PUCSP (WAISBERG; SACRAMONE; CORRÊA, 2019). Disponível em: <https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/index.html>. Acesso em: 20 ago. 2022.

18 Observatório da Insolvência: Processos de Recuperação Judicial no Rio de Janeiro, de iniciativa da Associação Brasileira de Jurimetria - ABJ, coord. WAISBERG *et al.*, 2022. Disponível em: <https://abjur.github.io/obsRJRJ/relatorio/introducao.html>. Acesso em: 20 ago. 2022.

19 Observatório da Insolvência Rio Grande do Sul, de iniciativa da Associação Brasileira de Jurimetria - ABJ, coord. ESTEVEZ *et al.*, 2022. Disponível em: <https://abjur.github.io/obsRJRS/>. Acesso em: 20 ago. 2022.

Paulo entre 2011 e 2017, constatou-se que 85% das empresas tiveram uma performance inferior ao projetado no Plano de Recuperação Judicial no primeiro ano; 88% no segundo ano; e 92% no terceiro.

O objetivo inicial era analisar a acurácia dos fluxos de caixa das empresas em recuperação, principalmente por ser amplamente utilizado como método de avaliação de empresas, através do fluxo de caixa descontado. Entretanto, como a minoria dos requerentes apresentou informações deste relatório durante o período de fiscalização, a alternativa para análise comparativa entre os valores projetados no plano de recuperação e os realizados foi utilizar o lucro líquido anual.

Segundo Padoveze, o lucro/prejuízo líquido anual “é a melhor medida da eficácia empresarial que a empresa, como um investimento, deve apresentar um lucro a seus proprietários e à própria comunidade.”²⁰

Neste mesmo sentido, Guerreiro considera que:

[...] a empresa é constituída sob o pressuposto da continuidade. A garantia da continuidade da empresa só é obtida quando as atividades realizadas geram um resultado líquido no mínimo suficiente para assegurar a reposição de todos os seus ativos consumidos no processo de realização de tais atividades. Todas as estratégias, planos, metas e ações que a empresa implementa devem objetivar em última instância a otimização dos lucros. O lucro, portanto, é a melhor e mais consistente medida da eficácia da organização.²¹

20 PADOVEZE, Clóvis Luis. *Controladoria Estratégica e Operacional*. 3ª ed. São Paulo. Cengage Learning, 2012. p. 15.

21 GUERREIRO, Reinaldo. Um modelo de sistema de informação para mensuração do desempenho econômico das atividades empresariais. *In: Caderno de Estudos FIPECAFI/FEA-USP*, nº 4, março de 1992. p. 13.

Um dos motivos que pode diminuir a chance de reestruturação das empresas é o requerimento tardio do instituto da recuperação judicial. Machado²² constatou que 53% das empresas que teve a convolação em falência decretada estava com passivo a descoberto no ano anterior ao pedido. Quando analisado este mesmo indicador em relação às empresas que estavam com o instituto em curso, o percentual encontrado foi de 77% no ano anterior ao pedido e 92% no último relatório apresentado, o que demonstra uma deterioração dos ativos e um maior prejuízo aos credores. Entretanto, evidencia a manutenção de empresas com baixa probabilidade de soerguimento econômico.

Quando comparadas as medidas de tendência dos resultados líquidos alcançados nos dois primeiros anos após o deferimento da recuperação judicial, verificou-se que no primeiro ano (Tabela 1) houve uma redução das perdas, porém estas se aproximaram mais do resultado obtido pela recuperanda no ano anterior ao pedido do que das projeções estabelecidas no plano de recuperação judicial. Já no segundo ano (Tabela 2), ocorreu a majoração do prejuízo em comparação com dois anos antes do pedido.

Através da análise da Tabela 3, quando analisados os resultados atingidos no segundo ano de recuperação judicial e o ano anterior ao pedido, constatou-se a diminuição do prejuízo da mediana das empresas e a majoração elevada para a média das companhias. Novamente, a performance realizada foi aquém da projetada.

Tabela 1 – Medidas de tendências do resultado líquido – Ano anterior ao pedido com o 1º ano de recuperação judicial

	Realizado Ano (-1)	Projetado Ano (1)	Variação	Realizado Ano (1)	Variação
Mediana	- 2.051.548	432.722	121%	- 1.226.901	40%
Média	- 5.215.155	1.770.962	134%	- 3.766.134	28%

Fonte: Elaboração própria.

22 MACHADO, Patrícia da Silva Oliveira. *A efetividade do princípio da viabilidade no sistema de insolvência*. Tese (Mestrado em Gestão para Competividade - linha de pesquisa Finanças e Controladoria) pela Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2022.

Tabela 2 – Medidas de tendências do resultado líquido – 2 anos antes do pedido com o 2º ano de recuperação judicial

	Realizado Ano (-2)	Projetado Ano (2)	Variação	Realizado Ano (2)	Variação
Mediana	- 1.292.255	873.409	168%	- 1.575.213	-22%
Média	- 2.551.427	1.691.363	166%	- 7.516.338	-195%

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 3 – Medidas de tendências do resultado líquido – Ano anterior ao pedido com o 2º ano de recuperação judicial

	Realizado Ano (-1)	Projetado Ano (2)	Variação	Realizado Ano (2)	Variação
Mediana	- 2.051.548	873.409	143%	- 1.575.213	23%
Média	- 5.215.155	1.691.363	132%	- 7.516.338	-44%

Fonte: Elaboração própria.

A variação entre as medidas de tendências dos resultados líquidos projetados e realizados nos dois primeiros anos (Tabela 4) foi vultosa, com média negativa de 254% no primeiro ano e 311% no segundo.

Tabela 4 – Diferença entre as medidas de tendências do resultado líquido projetado no plano de recuperação e o realizado.

	Projetado Ano (1)	Variação	Realizado Ano (1)	Variação
Mínimo	- 36.132.705	-4076%	- 53.984.383	-19758%
1 Quartil	- 6.327.896	-449%	- 4.871.971	-473%
2 Quartil	- 1.941.159	-254%	- 2.368.402	-311%
3 Quartil	- 502.113	-75	- 1.163.658,00	-127%
Máximo	13.153.855	3581	10.681.118,00	1653%

Fonte: Elaboração própria.

Estes resultados vão de encontro com o estudo de Assump-

ção, Alves e Licks²³ que, ao analisarem o resultado líquido de cinco processos de recuperação judicial, constataram o agravamento da crise de liquidez entre a distribuição do processo e a Assembleia Geral de Credores, cujo tempo mediano é de 506 dias, de acordo com o estudo realizado pela ABJ.²⁴

Diante deste cenário, é mais que esperado e habitual a apresentação de aditamentos aos planos de recuperação pelos devedores após a concessão da recuperação judicial, a fim de alongar a carência e/ou prazos de pagamento ou, até mesmo, aumentar o desconto concedido originalmente pelos credores na aprovação do plano inicial, fato este que acaba “abalando o princípio da segurança jurídica e prejudicando a coletividade de credores, inserindo-a em um ambiente de maior instabilidade e insegurança”.²⁵

Imagina-se que, diante do descumprimento das negociações acordadas, os credores recusariam a alteração do plano de recuperação em virtude de uma nova quebra de confiança do devedor. Todavia, não é este o cenário encontrado e a premissa racional de majoração da probabilidade de recebimento pelos credores concursais novamente é concretizada.

Mattos e Proença consideram como “um sinal de viés de continuidade ineficiente” a aprovação dos planos de empresas que man-

23 DE ASSUMPÇÃO ALVES, Alexandre Ferreira; LICKS, Gustavo Banho. Jurimetria aplicada ao processo de recuperação judicial para aferição da arquitetura decisória dos credores. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, v. 7, n. 1, p. 99-120, 2021.

24 Observatório da Insolvência. Processos de Recuperação Judicial em São Paulo. Associação Brasileira de Jurimetria - ABJ, em parceria com o Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (NEPI) da PUC-SP, coord. WAISBERG *et al.*, 2022. Disponível em: <https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/>. Acesso em: 25 ago. 2022.

25 NOGUEIRA, Ana Beatriz; CAMPI, Ana Cristina Baptista; PIHA, Daniela. Reflexões sobre a Rotineira Prática dos Aditamentos ao Plano de Recuperação Judicial. In: ELIAS, Luís Vasco (Coord.). *10 anos da Lei de recuperação de empresas e falência: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

têm, de forma reiterada, altos prejuízos, fundamentada esta pela percepção de baixa expectativa de ressarcimento por parte dos credores.²⁶

A deliberação pelos credores sobre referidos aditamentos ao plano de recuperação judicial tem sido protegida, ainda que a alteração do plano possa evidenciar a continuidade de uma inviabilidade econômica do devedor. Nesse aspecto, o Enunciado nº 46 da Jornada de Direito Comercial declara que: “não compete ao juiz deixar de conceder a recuperação judicial ou de homologar a extrajudicial com fundamento na análise econômico-financeira do plano de recuperação aprovado pelos credores”.²⁷

Ao analisar processos em recuperação no Estado de São Paulo, Machado constatou que 81% das convolações em falência foram motivadas pela inviabilidade econômico-financeira (Figura 1), com duração máxima de 5,3 anos contados da concessão da recuperação judicial.²⁸

26 MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

27 Tal posicionamento que foi ratificado no voto do Ministro Luís Felipe Salomão: [...] No entanto, se é verdade que a intervenção judicial no quadrante mercadológico de uma empresa em crise visa tutelar interesses públicos relacionados à função social e à manutenção da fonte produtiva e dos postos de trabalho, não é menos certo que a recuperação judicial, com a aprovação do plano, desenvolve-se essencialmente por uma nova relação negocial estabelecida entre o devedor e os credores reunidos em assembleia. [...] Ademais, o magistrado não é a pessoa mais indicada para aferir a viabilidade econômica de planos de recuperação judicial, sobretudo daqueles que já passaram pelo crivo positivo dos credores em assembleia, haja vista que as projeções de sucesso da empreitada e os diversos graus de tolerância obrigacional recíproca estabelecidas entre credores e devedor não são questões propriamente jurídicas, devendo, pois, acomodar-se na seara negocial da recuperação judicial [...] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Quarta Turma). Resp 1359311/SP, Relator: Ministro Luis Felipe Salomão. *Diário de Justiça Eletrônico*, Brasília, 30 set. 2014.

28 MACHADO, Patrícia da Silva Oliveira. *A efetividade do princípio da viabilidade no sistema de insolvência*. Tese (Mestrado em Gestão para Competividade - linha de pesquisa Finanças e Controladoria) pela Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2022.

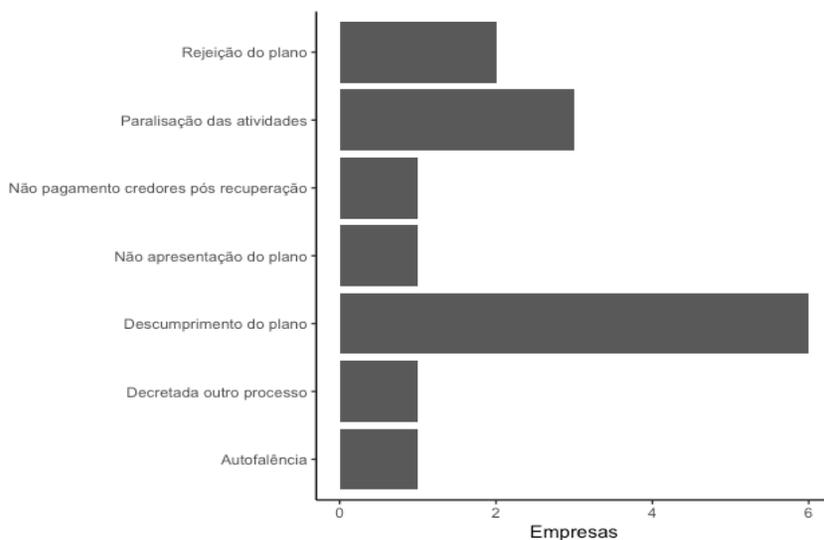


Figura 1 – Motivos da Falência

Fonte: Machado, (2022). Acesso em:
<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/32762>

A regular discrepância entre o resultado líquido projetado no plano de recuperação judicial e aquele realizado pela recuperanda que venha a demonstrar a sua improvável reestruturação e, conseqüentemente, impactar o cumprimento do plano, deveria ser pormenorizadamente apresentado pelo administrador judicial como forma de assegurar que o voto seja devidamente qualificado e de assegurar uma fiscalização mais meticulosa das atividades da devedora.

Machado²⁹ detectou que a maioria das empresas teve uma deterioração dos principais indicadores, quando comparados o ano anterior ao pedido e o terceiro ano de supervisão (Tabela 5), sendo que

29 MACHADO, Patrícia da Silva Oliveira. *A efetividade do princípio da viabilidade no sistema de insolvência*. Tese (Mestrado em Gestão para Competividade - linha de pesquisa Finanças e Controladoria) pela Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2022.

71% das recuperandas sofreram uma variação negativa no retorno sobre o ativo – ROA³⁰, 53% no índice de liquidez corrente³¹ e seca,³² 76% no endividamento total³³ e 100% no endividamento total sobre a receita líquida³⁴, bem como 53% na margem de lucro bruto.³⁵

Além do mais, o prejuízo médio anual auferido pelas empresas analisadas foi de R\$ 9 milhões, enquanto o lucro atingiu R\$ 4,8 milhões (Tabela 6).

Tabela 5 - Variação negativa dos principais indicadores - Análise entre o ano anterior ao pedido e o 3º ano de recuperação judicial

Variação negativa dos principais indicadores de performance						
Variação	MUB	ROA	LC	LS	ET	ERL
0-20%	-24%	-24%	-	-	-12%	-12%
21%-40%	-6%	-	-	-	-12%	-
41%-60%	-6%	-6%	-12%	-12%	-12%	-12%
61%-80%	-	-	-18%	-23%	-12%	-
81%-100%	-18%	-41%	-24%	-18%	-28%	-76%
Total	-53%	-71%	-53%	-53%	-76%	-100%

Fonte: Elaboração própria.

30 Retorno on asset – Retorno sobre o ativo, correspondente a um indicador de rentabilidade, que corresponde ao lucro líquido após juris e impostos sobre o ativo total.

31 Índice correspondente ao ativo corrente sobre o passivo corrente.

32 Índice que exclui o estoque, com caráter mais conservador, que corresponde ao ativo corrente subtraído do estoque sobre o passivo corrente.

33 Índice correspondente a passivo corrente e não corrente sobre o ativo total.

34 Índice correspondente ao passivo corrente e não corrente sobre a receita líquida.

35 Indicador de rentabilidade que corresponde à fórmula (lucro bruto/Faturamento líquido)

Tabela 6 – Lucro e Prejuízo Anual durante o período de supervisão judicial

Ano	Amostra	Lucro	Amostra	Prejuízo
1	9	80.863.705	28	- 92.709.726
2	8	26.530.430	30	- 333.603.229
3	7	34.605.333	23	- 239.410.797
4	9	40.058.200	15	- 295.367.307
5	3	1.549.826	6	- 6.630.034
6	2	511.776	5	- 8.654.481
7	1	590.530	1	- 1.093.555
Total		184.529.800		- 977.469.129

Fonte: Elaboração própria.

Pelos dados apresentados, a falta de análise adequada da viabilidade econômico-financeira do devedor e a concessão indevida da recuperação judicial geraram deterioração acentuada do patrimônio das empresas devedoras. O aumento do prejuízo em face do lucro evidencia a redução das possibilidades de recebimento dos credores, a falta de recursos para a conservação dos ativos e maior dificuldade para a preservação do desenvolvimento da atividade empresarial, em detrimento dos interesses de todos os envolvidos.

De forma similar ao apresentado neste estudo, Hotchkiss,³⁶ Michel³⁷ e Betker³⁸ também constataram a elevada confiança da gestão nas projeções apresentadas nos planos de recuperação.

36 HOTCHKISS, Edith Shwalb. Postbankruptcy performance and management turnover. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 1, p. 3-21, 1995.

37 MICHEL, Allen; SHAKED, Israel; MCHUGH, Christopher. After bankruptcy: can ugly ducklings turn into swans?. *Financial Analysts Journal*, v. 54, n. 3, p. 31-40, 1998.

38 BETKER, Brian L.; FERRIS, Stephen P.; LAWLESS, Robert M. Warm with sunny skies: disclosure statement forecasts. *The American Bankruptcy Law Journal*, v. 73, p. 809, 1999.

Diante das dificuldades enfrentadas para o soerguimento das empresas em recuperação, a imposição de restrições falimentares (*covenants*), conforme recomendado por Fornari,³⁹ em especial através da utilização de indicadores relacionados à liquidez e endividamento, ajudariam a evitar a manutenção de empresas inviáveis no mercado. Referidas métricas devem ser negociadas quando da discussão do plano de recuperação e, em caso de descumprimento, ocasionaria diretamente a convalidação em falência. Durante o período de supervisão, caberia à administração judicial sua fiscalização e, após o seu encerramento, propriamente aos credores.

4. A redução de assimetria informacional pela atuação do administrador judicial.

O acompanhamento das atividades empresariais da recuperação realizado pelo administrador judicial e externado ao juízo competente, aos credores concursais e extraconcursais através dos relatórios mensais da administração judicial, deve mostrar, de forma clara, o saneamento financeiro da empresa em crise, bem como a capacidade de cumprimento do plano.

Para fomentar a consecução do interesse público através da atuação mais ativa do administrador judicial no instituto da insolvência, a Lei 14.112/20 ampliou as atribuições deste auxiliar judicial presentes no art. 22 da Lei 11.101/2005 que, apesar de pertencer a um rol meramente exemplificativo, demonstram a importância deste agente para o êxito da recuperação judicial e falência das organizações.

No desempenho do seu papel primordial na consecução dos objetivos da lei de recuperação judicial, ainda que não possa manifestar-se sobre a viabilidade econômico-financeira do devedor por oca-

39 FORNARI, Homero José Nardim. *A análise econômica do direito no processo de recuperação judicial. A importância da contabilidade na redução da assimetria informacional*. Belo Horizonte: Dialética, 2020.

sião da deliberação dos credores na assembleia geral, cumpre ao administrador judicial revelar todas as informações necessárias a propiciar a declaração de voto qualificado dos credores.

Entre outras responsabilidades, o administrador judicial tem a incumbência de validar a veracidade dos dados prestados pelo devedor, bem como minimizar a assimetria de informações, sob risco de responder pelos prejuízos causados aos credores.

Este novo papel é relevante para minorar os impactos da aprovação de planos inconsistentes em decorrência da ausência de análise minuciosa por parte dos credores concursais. Entretanto, isto necessariamente não significa que as decisões racionais destes referentes à aprovação dos planos sofrerão qualquer tipo de alteração. Porém, espera-se que os credores, ao ratificarem a continuidade das operações da recuperanda, façam-no de forma mais consciente.

O acompanhamento do desenvolvimento da atividade empresarial do devedor nos relatórios mensais, antes e depois da aprovação do plano, bem como a apreciação do fluxo de pagamento projetado em relação ao esperado, a consideração no laudo de viabilidade econômica apresentado de todos os passivos, concursais e não concursais, permitiriam que todos os envolvidos não fossem surpreendidos com eventual falência do devedor.

Diante dessa sua atribuição e das responsabilidades que o desempenho irregular pode lhe causar, ao administrador judicial caberia demonstrar a efetiva prestação de todas as informações necessárias a todas as partes na hipótese de eventual convocação em falência do devedor. Nesse ponto, ainda que os planos de recuperação judicial prevejam pagamentos que chegam a ultrapassar 15 anos,⁴⁰ o descumprimento das obrigações diminutas previstas para o pagamento nos dois primeiros anos ou a descontinuidade do desenvolvimento da atividade são fundamentos que motivam a frequente convocação em fa-

40 Disponível em: <https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/planos.html#formas-de-pagamento>. Acesso em: 20 ago. 2022.

lência, sem que haja a devida justificativa de que todas as informações às partes foram devidamente informadas pelo administrador judicial.

Conclusão.

Ainda que a Lei tenha atribuído aos credores, como principais interessados, a análise da viabilidade econômico-financeira do devedor para a concessão da recuperação judicial ou a decretação da falência, os dados jurimétricos apresentados revelam que essa apreciação tem encontrado severa dificuldade.

Até a Lei 14.112/20, a alternativa exclusiva de rejeição do plano apresentado pelo devedor era a decretação da falência. Como os dados revelavam que a falência implicava reduzido pagamento dos credores, planos de recuperação judicial tenderiam a ser aprovados em detrimento de qualquer análise sobre a sua condição de cumprimento.

Se os incentivos legais precisavam ser efetivamente repensados, a análise da viabilidade econômico-financeira do devedor também encontra exacerbada dificuldade pelos credores. O resultado líquido esperado, como parâmetro para a análise da viabilidade pelos credores, tem sido apresentado pelos devedores sem qualquer coerência com a realidade na imensa maioria dos casos.

Essa análise inadequada dos dados tem propiciado elevado percentual de concessão da recuperação judicial de empresas absolutamente inviáveis. A manutenção desses devedores ineficientes à frente da empresa, contudo, acarreta rápida deterioração das condições econômico-financeiras do devedor. A concessão inadequada das recuperações gera a própria descontinuação da atividade empresarial, com o consumo dos recursos escassos e aumento do passivo.

O maior controle sobre as informações apresentadas mostra-se, assim, imprescindível. As projeções dos resultados, principalmen-

te do fluxo de caixa, e o endividamento total do devedor, com créditos concursais e não concursais, exigem detida análise pelo administrador judicial. Nomeado pelo Juízo como agente imparcial justamente para assegurar a simetria informacional imprescindível à manifestação qualificada de vontade dos credores, os administradores judiciais são obrigados a se atentarem à correção das informações apresentadas sob pena de responderem pelos prejuízos que delas podem ser decorrentes.

Apenas com a apresentação das informações corretas e com a detida análise da viabilidade econômica do devedor, os credores conseguirão promover a alocação mais eficiente dos fatores de produção e preservar a empresa a longo prazo, em benefício dos interesses de todos os envolvidos e da própria finalidade dos institutos da insolvência.