

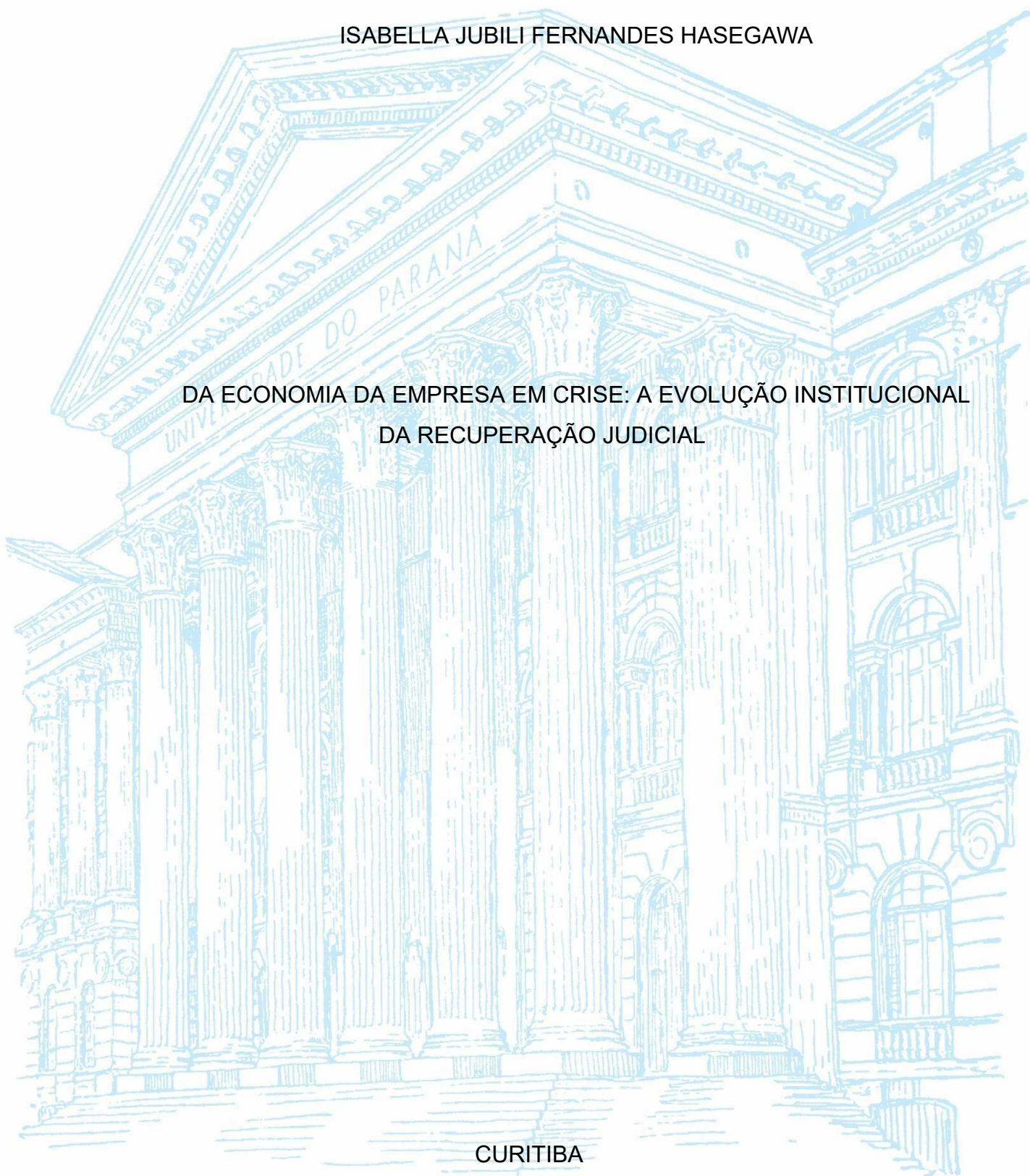
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ISABELLA JUBILI FERNANDES HASEGAWA

**DA ECONOMIA DA EMPRESA EM CRISE: A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL
DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

CURITIBA

2023



ISABELLA JUBILI FERNANDES HASEGAWA

DA ECONOMIA DA EMPRESA EM CRISE: A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL
DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Adalto Acir Althaus Junior

Coorientador: Prof. Dr. Vinícius Klein

CURITIBA

2023

Ficha Catalográfica

TERMO DE APROVAÇÃO

ISABELLA JUBILI FERNANDES HASEGAWA

A ECONOMIA DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL: DA EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador Prof. Dr. Adalto Acir Althaus Junior
Departamento de Ciências Sociais Aplicadas, UFPR

Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira
Departamento de Ciências Sociais Aplicadas, UFPR

Prof. Dr. Vinícius Klein
Departamento de Ciências Sociais Aplicadas, UFPR

Curitiba, 22 de junho de 2023.

**À MEUS PAIS, PROFESSORES, AMIGOS E TODOS QUE QUEIRAM LER
AGRADECIMENTOS**

AGRADECIMENTOS

Agradeço profundamente a todos que contribuíram, de forma direta ou indireta, com minha formação, aprendizado e amadurecimento, e que tornaram a conclusão desta graduação possível.

Destaco a gratidão a meus professores Dra. Kênia Barreiro de Souza, Dr. Flávio de Oliveira Gonçalves, Dr. José Felipe Araújo de Almeida, Dr. Junior Ruiz Garcia e em especial a meu orientador Dr. Vinicius Klein.

“É fácil aceitar que um centímetro no mapa equivale a vinte quilômetros na realidade, mas o que não costumamos pensar é que nós próprios sofremos na operação uma redução dimensional equivalente, por isso é que, sendo já tão mínima coisa no mundo, o somos infinitamente menos nos mapas.”

(José Saramago, 2008, p. 159)

RESUMO

Este estudo tem como objetivo analisar as mudanças de cunho econômico e institucional trazidas pela Recuperação Judicial. Através da análise da evolução deste instituto, passando de Concordata a Recuperação Judicial, aborda-se a questão da modificação dos meios de reestruturação, que aproximaram a legislação à teoria econômica. Assim, com base na microeconomia neoclássica, na coaseana e na visão institucionalista de Douglass North, a modificação do tratamento às empresas insolventes é estudada da perspectiva da racionalidade quando em meios de informação assimétrica. Nesse sentido, diante dos princípios da função social da empresa e da preservação da firma no mercado, essa ideologia institucionalmente implementada pela lei e faz com que sejam criados mecanismos de recuperação empresarial (Turnaround Management) e que alteram a tomada de decisão dos agentes econômicos, bem como o comportamento destes quando se trata de uma empresa em crise. Ao final, sintetizando o fundamento teórico apresentado, será brevemente explorado o caso da Samarco, a qual vem utilizando as novas alterações da lei para promover condutas de reestruturação permitidas com a legitimidade institucional da evolução legislativa.

Palavras-chave: Recuperação Judicial. Microeconomia. Assimetria de informação. Reestruturação. Mudança institucional.

ABSTRACT

This study aims to analyze the economic and institutional changes brought about by Judicial Recovery. By examining the evolution of this institution, from Concordata to Judicial Recovery, it addresses the issue of modifying restructuring methods, which have brought legislation closer to economic theory. Thus, based on neoclassical microeconomics, Coasean economics, and Douglass North's institutionalist perspective, the modification of treatment for insolvent companies is approached from the perspective of rationality in the presence of asymmetric information. In this sense, considering the principles of the social function of the company and the preservation of the firm in the market, this institutionally implemented ideology by the law leads to the creation of new mechanisms for business recovery (Turnaround Management) and alters the decision-making of economic agents, as well as their behavior when dealing with a company in crisis. Finally, summarizing the presented theoretical foundation, the case of Samarco will be briefly explored, as it has been benefiting from the new changes in the law to promote restructuring actions permitted within the institutional legitimacy of legislative evolution.

Keywords: Reorganization. Microeconomics. Information Asymmetry. Restructuration. Institutional Change.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA I - Progressão do processo de Turnaround.....	30
FIGURA II – Curva de Custo Médio e Marginal	44

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

LFRJ - Lei de Falências e Recuperações Judiciais (nº 11.101/2005).

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	16
1.1	JUSTIFICATIVA.....	17
1.2	OBJETIVOS.....	18
1.2.1	OBJETIVO GERAL.....	18
1.2.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	18
1.3	METODOLOGIA.....	19
2	REVISÃO DE LITERATURA.....	20
2.1	A RECUPERAÇÃO JUDICIAL – CONCEITO E HISTÓRICO.....	21
2.2	A ATUALIZAÇÃO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL A PARTIR DA VIGÊNCIA DA LEI 14.112/2020.....	28
2.3	A RELAÇÃO ENTRE A LEI E A REESTRUTURAÇÃO ECONÔMICA.....	29
2.4	DA TEORIA ECONÔMICA.....	38
2.4.1	A MICROECONOMIA DA LEI 11.101/2005 A EXPANSÃO DO CONCEITO DE RACIONALIDADE ECONÔMICA.....	48
2.4.2	DA MICROECONOMIA DA LEI 14.112/2020 E A ESTRUTURAÇÃO INSTITUCIONAL DE REGRAS EM PROL DA REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO.....	55
3	ESTUDO DE CASO – DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA SAMARCO.....	58
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	64
5	REFERÊNCIAS.....	66

1 INTRODUÇÃO

A Recuperação Judicial como instituto de reestruturação empresarial lida com diversas variáveis jurídicas, econômicas e sociais. A esfera econômica desta ação requer uma análise teórica essencial quando se trata de coordenar diversos interesses conflitantes entre *stakeholders* e devedor. A viabilidade econômica da empresa em crise; a mensuração de risco; os impactos no mercado de crédito; a negociação em um cenário de informação assimétrica e o planejamento da reestruturação são temas vitais ao êxito deste instituto, e que demandam para além do controle de legalidade do judiciário, uma profunda análise especialmente econômica.

Dessa forma, a presente monografia busca estudar os aspectos microeconômicos da Lei 11.101/2005, modificada pela Lei 14.112/2020 e analisar de que forma a legislação buscou incorporar a economia aos meios de reestruturação da empresa. A reestruturação, por sua vez, consiste na reversão de um estado de insolvência decorrente de crises de liquidez, perda de vantagens competitivas, administração ineficiente, estrutura de capital inadequada dentre outros (Milanese, 2016).

Desse modo, o que se problematiza é se o fundamento econômico inerente às alterações decorrentes da lei é capaz de se refletir seguir a racionalidade dos princípios da preservação da empresa e da função social da firma, e se este corrobora com o aumento do bem-estar econômico à sociedade, considerando não apenas a microeconomia neoclássica, como também as teorias desenvolvidas por Ronald Coase e Douglass North.

Para tanto, nas seções 2.1 a 2.2, será feita uma revisão bibliográfica da insolvência no Brasil, partindo do contexto da substituição da Concordata pela Recuperação Judicial e dos estudos desenvolvidos à época que resultaram na Lei 11.101/2005. Em seguida, serão apresentadas algumas das alterações trazidas pela Lei 14.112/2020, em especial, no que se referem aos efeitos econômicos que ela gerou sobre a Recuperação Judicial.

Depois de explorado brevemente o instituto, na seção 2.3 serão analisados os pontos de tangência entre a lei e o processo de reestruturação da empresa em crise, e como os meios de reestruturação sugeridos no artigo 50 da LFRJ, bem como, será

destacado o protagonismo que a viabilidade econômica da empresa em crise que a legislação entende pertinente aos princípios da Preservação da Empresa e da Função Social da Firma.

Após, na seção 2.4, será feita uma breve releitura microeconômica da Teoria da Firma, cujo tripé Teoria da Produção, dos Custos e da Maximização dos Lucros será exposto considerando o contexto da Recuperação Judicial.

Na seção 2.4.1, inicialmente a Lei 11.101/2005 será demonstrada com base na teoria apresentada, concentrando a correlação entre os meios de recuperação elencados pela lei, a reestruturação e a microeconomia que os fundamenta, especialmente da perspectiva institucionalista de Douglass North.

Após, os tópicos mais economicamente relevantes da Lei 14.112/2020 serão analisados na seção 2.4.2, especialmente a sua influência sobre o mercado de crédito para empresas em crise, sobre o ambiente comercial criado pela nova redação da lei e sobre o impacto gerado a partir da prorrogação do lapso temporal em que se suspendem as execuções contra a Recuperanda (Stay Period) com base na análise da Teoria da Firma, na racionalidade de Douglass North e no Teorema de Coase, dado este cenário de informação imperfeita e alto risco.

Depois de apresentada a teoria por de trás do contexto de insolvência será apresentado, de forma breve, um estudo de caso, no qual uma Recuperanda fez o uso das novas vigências da lei no seu processo de reestruturação será abordado na seção 3.

Ao final, serão compiladas as principais considerações, descobertas e resultados até então obtidos, não com o intuito de esgotar o tema, mas de indicar quais as possíveis pesquisas posteriores sobre a importância do emprego do instrumental microeconômico sobre este instituto.

1.1 JUSTIFICATIVA

A insolvência é multidisciplinar e possui grande sinergia entre a análise econômica e os aspectos jurídicos. Nesse sentido, para a Recuperação Judicial, a boa estruturação de um Plano de Recuperação Judicial, bem como a demonstração da viabilidade econômica são a base de todo o contexto da reestruturação. Diante das

modificações legais trazidas pela vigência da Lei 14.112/2020, não apenas a fundamentação econômica, quanto a questão da própria eficiência do instituto são pontos que demandam maior aprofundamento. Isto porque o judiciário faz apenas um controle de legalidade sobre o processo. Caberá à análise econômica e financeira da empresa verificar se ela é de fato uma empresa saudável em situação de crise, e se esta pode trazer benefício à sociedade se mantida no mercado.

O estudo feito compreende a visão da Recuperação Judicial como um instituto que demanda uma decifração do ambiente de insolvência e a identificação da motivação dos credores e devedores envolvidos, na qual a “racional choice” (North, 1990, p.17), de Douglass North, na qual a escolha ótima dos agentes passa por uma ressignificação de quais empresas merecem ser salvas e mantidas no mercado.

Dessa forma, esta monografia tem o objetivo de verificar como a Recuperação Judicial alterou o modo como a insolvência é vista, considerado a força institucional que ela passou a ter ao longo dos anos. Cabe observar que o objetivo deste trabalho é analisar a Recuperação Judicial a partir do da fundamentação teórica desenvolvida. Definir se a Recuperação Judicial é de fato benéfica ou não, é uma temática complexa a ser verificada em outra oportunidade de pesquisa.

1.2 OBJETIVOS

A presente monografia tem como objetivo estudar os fundamentos econômicos e institucionais da Recuperação Judicial e explorar os efeitos que as Leis 14.112/2020 e Lei 11.101/2005 trouxeram ao reformular o regime de insolvência no país.

1.2.1 Objetivo geral

Identificar os fundamentos econômicos derivados da Recuperação Judicial e sua evolução na sociedade.

1.2.2. Objetivos específicos

Definir a fundamentação microeconômica a qual embasou a criação da Recuperação Judicial e a definição da viabilidade econômica requerida pela legislação¹;

Abordar sob a ótica da Função de Produção, de Custos e de Maximização dos Lucros o procedimento de reestruturação que a Lei 11.101/2005 traça, ao estabelecer os requisitos legais para o cabimento da Recuperação Judicial e elencar meios de reestruturação;

Analisar as alterações legais da lei 11.101/2005 que ocorreram com a vigência da lei 14.112/2020 no que tange a formas de reestruturação da empresa insolvente, considerando um contexto de informação assimétrica; e

Avaliar os impactos que tais modificações geram no âmbito econômico e social de uma perspectiva institucional.

1.3 METODOLOGIA

Em cumprimento ao rigor científico requerido pela presente monografia, foi elaborada uma pesquisa científica básica, de cunho descritivo, cuja abordagem foi quali-quantitativa. A pesquisa, nas palavras de Minayo (1993) pode ser definida como a:

“atividade básica das ciências na sua indagação e descoberta da realidade. É uma atitude e uma prática teórica de constante busca que define um processo intrinsecamente inacabado e permanente. É uma atividade de aproximação sucessiva da realidade que nunca se esgota, fazendo uma combinação particular entre teoria e dados”. (Minayo, 1993, p.23)

Sendo assim, a metodologia empregada tem o intuito de aprofundar a compreensão do âmbito econômico da Recuperação Judicial com base na revisão bibliográfica tanto da teoria microeconômica quanto deste instituto, com dados

¹ Art. 53,II, Lei 11.101/2005.

levantados a partir de fontes públicas, podendo, eventualmente as conclusões aqui apuradas serem aplicadas posteriormente em casos práticos.

O objetivo deste trabalho consiste em analisar o fenômeno da Recuperação Judicial no Brasil como instituto, e, portanto, é ela será descrita e caracterizada. Segundo Vergara (2000, p. 47), a pesquisa descritiva é aplicável quando se almeja caracterizar e definir a natureza do fenômeno alvo de estudo, e por esta razão, esta foi a modalidade selecionada.

Dessa forma, a abordagem aplicada nesta monografia foi escolhida com base na definição de pesquisa qualitativa e quantitativa por Silva & Menezes (2000, p.21) e Richardson (1999). Segundo aqueles autores, a pesquisa qualitativa é aquela em que se estuda uma relação entre fatores objetivos e subjetivos, da qual se extrai a interpretação acerca do fenômeno, sendo a significação e reflexão incumbências do pesquisador.

Já a qualitativa, segundo Richardson (1999), versa a respeito de coleta e tratamento estatístico de dados, sendo suas definições conceituais já definidas previamente.

Uma vez que a Recuperação Judicial pode ser estudada pela perspectiva qualitativa, quando diante das definições legais, doutrinárias e históricas, a pesquisa qualitativa acerca do tema foi desenvolvida para melhor delimitar seu escopo de estudo.

Ainda, este trabalho foi elaborado a partir de uma revisão bibliográfica das obras de Ana Carla Abrão Costa (2004), Aloísio Pessoa de Araújo (2002), Marcos Lisboa Et.al (2005), Fábio Ulhôa Coelho (2016), Marcel Barbosa Sacramone (2022) dentre outros autores mencionados ao longo do desenvolvimento.

Após a releitura teórica por trás da Recuperação Judicial, uma breve análise do processo da Samarco será utilizada para verificar como a aplicação da inovação legal interfere na seara econômica do feito.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Para a exploração do tema delimitado anteriormente, a revisão de literatura será estruturada da seguinte forma: inicialmente, o histórico da Recuperação será

apresentado; em seguida será explorada a teoria microeconômica neoclássica sob a qual se estrutura este instituto; em sequência, será investigada a relação entre o processo de reestruturação e as disposições legais, e por fim, será feita a aplicação da teoria microeconômica tanto no processo de reestruturação desenhado pela Lei, quanto nas alterações que esta sofreu em 2020, considerando as razões pelas quais algumas falhas de mercado neste cenário devem ser abordadas por uma alternativa teórica específica com base no Teorema de Coase na Teoria Institucionalista de Douglass North.

2.1 DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL – CONCEITO E HISTÓRICO

Instaurada a partir da Lei 11.101/2005 a Recuperação Judicial, é uma forma de negociação coletiva em que o devedor insolvente, os credores e demais *players* do contexto operacional da empresa em crise econômico-financeira podem cooperar entre si para obter uma solução mais eficiente (Sacramone, 2022). Esta crise econômico-financeira, segundo o autor, se dá quando:

“o devedor, ainda que transitoriamente, não possua recursos financeiros disponíveis para satisfazer uma prestação vencida ou vincenda, ainda que seus ativos permanentes sejam suficientes para a satisfação de todo o passivo.” (Sacramone, 2022, p. 248).

Assim, trata-se de uma alternativa cujo intuito é possibilitar a reestruturação do empresário em crise e fomentar a conduta cooperativa entre os agentes econômicos.²

A Recuperação Judicial é o instituto que substituiu a concordata no contexto do direito empresarial. Ela ocorreu em meio a diversas pressões políticas e econômicas ocorridas ao longo da época.³ Neste contexto histórico, com a situação

² Na definição de Fazzio Júnior (2005), Marzagão, (2005), Bezerra Filho (2005), Barufaldi (2012), Cruz e Cruz (2013), Rosas e Oliveira (2017), Diniz (2021), trata-se de uma ação judicial concedida aos empresários em situação de insolvência, mas com empresas economicamente viáveis, que cria o ambiente juridicamente seguro para que a crise seja superada, fazendo com que a firma se mantenha no mercado provendo bens e serviços, emprego e atividade econômica.

³ Até 2005, o regime jurídico vigente era o disciplinado pelo Decreto Lei 7.661/1945, o qual tinha se estabelecido sobre os ditames da economia rural brasileira e que, por muito tempo vigorou

econômica vivida durante a segunda metade do século XX, o setor empresarial e agentes externos passaram a pressionar com maior afinco as diretrizes político-econômicas nacionais.

Essa movimentação tornou-se ainda mais evidente, quando no Governo de Fernando Henrique Cardoso, foi apresentada a Carta de Intenções com o Brasil perante o Fundo Monetário Internacional em 12/09/2001. Nela, o governo se comprometeu a cumprir uma série de políticas para adequar-se aos requisitos demandados para a concessão de crédito pelo FMI.⁴

Até então, o favor legal da Concordata se dava ou de forma preventiva- que permitia ao devedor a remissão de créditos ou a prevenção dos prazos de pagamentos para evitar sua falência-, ou de forma suspensiva- na qual o devedor passava a ter a oportunidade de reestruturação antes da liquidação dos ativos, apesar da decretação de Falência (Sacramone, 2022). Note-se, não havia uma forma de racionalidade econômica intrínseca a este modelo estrutural.

A concessão era uma decisão exclusiva do magistrado, não existindo maiores negociações com os credores⁵. Na prática, a Concordata era concedida desde que preenchidos alguns requisitos legais, sem que fosse demonstrada a viabilidade econômica, permitindo que mesmo devedores de má-fé pudessem tê-la. (Coelho, 2016).

Consequentemente, a ineficiência do sistema era clara e distinta. Como afirma Ana Carla Abrão Costa, a Concordata:

“...não maximiza a probabilidade de recuperação da empresa, pois determina uma estrutura de recomposição excessivamente rígida; ela não maximiza o

anacronicamente sobre a economia nacional quando já inclinada à industrialização (Souza Júnior, 2007, p.59-60).

⁴ Neste cenário, o item 36 do Memoriando da Política Econômica apresentado junto à Carta afirmava que: “O governo está formulando proposta de legislação para reforçar a supervisão do Mercado de Capitais por meio da unificação e fortalecimento de diversas entidades regulatórias que atuam nessa área. Também continuará a colaborar estreitamente com o Congresso com vistas à aprovação do projeto de lei que altera a Lei das Sociedades Anônimas destinado a melhorar a transparência governança nessas empresas bem como **de uma nova Lei de Falências.**” (Memoriando da Política Econômica, 2001). Por conseguinte, assumido o compromisso diante do FMI, a redação da Lei 11.101/2005 passou a importar certas características da legislação falimentar e recuperacional norte-americana. Esta, por sua vez, tem como roupagem a proteção empresarial, e que, portanto, voltava-se mais a minimização das perdas e a determinação de incentivos, sendo essas as principais influências adotadas pelo modelo brasileiro (Lisboa Et. Al II, 2005).

⁵ salvo no caso de oposição de embargos à Concordata (Sacramone, 2022)

retorno esperado do ativo, pois o processo é burocrático e quase nunca levado a cabo pelos maiores interessados nessa maximização; ela incorpora a possibilidade de recebimento de créditos trabalhistas mesmo para administradores — o que elimina uma das restrições de incentivos e apresenta como único fator positivo para os credores o reconhecimento dos créditos como prejuízos. Essas vantagens contábeis, aliadas à falta de alternativas viáveis, têm implicações perversas no sentido de incentivar os processos falimentares como forma de minimização de prejuízos individuais, eliminando a possibilidade de maximização do retorno do total de ativos.” (Costa, 2004, p.8)

A nova Lei de Falências, portanto, tinha a intenção de atualizar a defasagem da Concordata em relação ao avanço da realidade corporativa, evitando que a Concordata fosse concedida somente por mero cabimento legal, e passando a olhar as empresas com uma racionalidade econômica mais aguçada.

Isto porque, nas palavras de Fábio Ulhôa Coelho (2020), entende-se em crise a empresa que tem sua atividade econômica retraída; a que não possui caixa o suficiente para honrar seus compromissos; e a que cujos ativos são insuficientes para liquidar os passivos.

No entanto, no âmbito das finanças corporativas, existem ferramentas capazes de medir a probabilidade de falência de uma empresa e que permitem atestar se a empresa que passa por momentos de estrangulamento é de fato irrecuperável, por considerarem para além da mera concepção jurídica, a análise aprofundada dos indicadores de Liquidez, Endividamento e Rentabilidade.⁶

Além disso, diante da atualização e aprimoramento das diversas formas de valoração da operação de uma empresa (como será explorado adiante), a viabilidade econômica da empresa passou a ser demonstrada através de estudos financeiros e

⁶ No artigo “Aplicação do termômetro de Kanitz a partir da evidenciação de indicadores econômico-financeiros de empresas listadas na BM&FBOVESPA”, os autores abordam a utilização deste modelo, e, com base nos diversos trabalhos já desenvolvidos acerca do tema, concluem que: “Integrando o termômetro de Kanitz e o modelo dinâmico de Fleuriet (2015). Estes trabalhos representam aplicações empíricas do Termômetro de Kanitz, apresentando resultados que caracterizam que esta ferramenta ainda é importante como instrumento para prever falências, com resultados robustos.” (Assis, Martins, 2017, p.65)

econômicos que consideram a realidade da empresa em crise, e, portanto, poderiam dar fundamento técnico a ideia de manutenção de uma empresa no mercado, ainda que não se sustentasse competitivamente sem o novo remédio recuperacional proposto pela lei.

Em relação à racionalidade econômica e diante das fragilidades da Concordata, a Recuperação Judicial tinha pretendia inovar ao ter como norteador alguns elementos da Teoria da Firma,⁷ de modo que o instituto pudesse aumentar a eficiência do sistema a fim de manter empresa no mercado, sem que isso gerasse prejuízos à sociais, incorporando itens basilares da microeconomia ao princípio da “função social da empresa”, sendo este fundamental para o funcionamento da ordem econômica, e inclusive, protegido pela Constituição. Com isso, salienta Lisboa et. al (2005):

“A aprovação da nova Lei de Falências e recuperação de Empresas constitui um marco na agenda de **aperfeiçoamento institucional que o governo vem implementando na economia brasileira**. Em consonância com as melhores práticas adotadas internacionalmente (World Bank, 2001), a nova Lei estimula o investimento, o crédito e o emprego no Brasil”.

(Lisboa, M. D. B., Damaso, O., Carazza, B., & Costa, A. C., 2005, p. 41). Grifo próprio

Nesse sentido, parte da elaboração da Lei 11.101/2005 foi fruto da análise microeconômica desenvolvida ao longo da *Agenda Perdida*, um estudo desenvolvido por grandes economistas – como Marcos Lisboa, Aloísio de Araújo, Ricardo de Barros ente outros-, que trata de formas de retomada de crescimento econômico e promoção da Justiça Social. Neste mencionado estudo, os economistas apontavam que:

⁷ Como relembra o então Senador Mário Megale da Silveira Filho (2011), a Lei 11.101/2005, passou por uma série de reformas até sua publicação, sendo uma das mais relevantes aquela proposta pelo Senador Ramez Tebet, analisada pela Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal. Com isso, a legislação passou a ser norteada por 12 princípios, quais sejam a “...Preservação da Empresa, Separação dos conceitos de empresa e de empresário, Recuperação das sociedades e empresários recuperáveis, Retirada do Mercado de sociedades ou empresários não recuperáveis, Proteção aos trabalhadores, Redução do custo do crédito no Brasil, Celeridade e eficiência dos processos judiciais, Segurança Jurídica, Participação ativa dos Credores, Maximização do valor dos ativos do falido, Desburocratização da recuperação de microempresas e empresas de pequeno porte e Rigor na punição de crimes relacionados à falência e à recuperação judicial.” (Princípios adotados na análise do PLC nº 71, de 2003, e nas modificações propostas).

“(…) deve-se lembrar a necessidade de reformular a lei de falência. Em primeiro lugar, a incerteza sobre o passivo trabalhista e fiscal das firmas leva à dúvida por parte dos credores sobre a possibilidade de reaver seus créditos em casos de não pagamento. Mais agilidade nas cobranças fiscais e trabalhistas podem reduzir essa incerteza. Em segundo, o prazo usualmente longo do processo de falência implica, na melhor das hipóteses, o recebimento dos créditos concedidos em valores depreciados. Em terceiro, o não-controle dos ativos de firmas em processo de concordata pelos credores aumenta a possibilidade de risco moral. Firms em dificuldades financeiras, sobretudo durante processos de concordata, podem utilizar práticas predatórias de concorrência, criando dificuldades financeiras para seus concorrentes.” (Lisboa, et al, 2001, p.36)

Com isso, se verifica que a Concordata possuía pouco fundamento econômico para apresentar eficiência, justamente porque ela não era capaz de reduzir o nível de incerteza dos credores em relação aos devedores e seus bens, assim como não era capaz de reduzir suficientemente os custos de transação envolvidos depois de instaurado o estado de insolvência.

A legislação foi reformulada buscando não apenas criar o ambiente ideal para que houvesse uma melhor reestruturação da empresa, mas também para que a assimetria de informação e os custos de transação fossem reduzidos. Assim, a Recuperação Judicial passa a criar um ambiente de negociação coletiva, de modo a permitir que credores participem ativamente da deliberação sobre os meios de reestruturação, de negociação de condições de pagamento e de estratégias para o soerguimento da empresa.

Assim, da perspectiva institucional, a substituição da Concordata pela Recuperação Judicial introduzida em 2005 é um exemplo concreto daquilo que North (1990) conceitua como uma instituição, ao afirmar que:

“Institutions are the rules of the game in a society or, more formally, are the humanly devised constraints that shape human interaction. In consequence they structure incentives in human exchange, whether political, social, or

economic. Institutional change shapes the way societies evolve through time and hence is the key to understanding historical change.” (North, 1990, p.3)

Com isso, o arranjo institucional moldado pela Recuperação Judicial ao promover regras de conduta que se voltam a delimitação dos direitos de propriedade; a redução da assimetria de informação entre os agentes econômicos; e que estejam alinhadas com os ideais da preservação da empresa e da função social da firma faz com que a performance econômica seja intrinsecamente incorporada à este instituto, em razão da maior estabilidade do sistema em face de seu próprio dinamismo.⁸

Dessa forma, a Recuperação Judicial tornou-se uma importante alteração institucional porque, um dos seus grandes diferenciais trazidos é a previsão de um rol exemplificativo de meios de reestruturação. Essas medidas estão previstas no artigo 50 da LFRJ⁹, que sugere 18 formas de reorganização para a empresa em crise:

Art. 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: I – concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas; II – cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente; III – alteração do controle societário; IV – substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos; V – concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar; VI – aumento de capital social; VII – trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados; VIII – redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva; IX – dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro; X – constituição de sociedade

⁸ North (1990) aponta que: “The polity and the economy are **inextricably interlinked in any understanding of the performance of an economy and therefore we must develop a true political economy discipline**. A set of institutional constraints **defines the exchange relationships between the two and therefore determines the way a political/economic system works**. Not only do polities specify and enforce property rights that shape the basic incentive structure of an economy, in the modern world the share of gross national product going through government and the ubiquitous and ever-changing regulations imposed by it are the most important keys to economic performance.” (North, 1990, p. 112)

⁹ Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2004-2006/2005/lei/111101.htm

Acesso em:19/09/2022

de credores; XI – venda parcial dos bens; XII – equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica; XIII – usufruto da empresa; XIV – administração compartilhada; XV – emissão de valores mobiliários; XVI – constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor. XVII conversão de dívida em capital social; XVIII - venda integral da devedora, desde que garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência, hipótese em que será, para todos os fins, considerada unidade produtiva isolada.”

Com isso, nota-se que, diferentemente da Concordata, a Recuperação Judicial traz consigo o objetivo de (i) aumentar a eficiência da atividade econômica exercida pela empresa; (ii) reduzir os custos de transação do ambiente negocial; (iii) reduzir a assimetria de informação entre credores e devedor e (iv) delimitar com maior clareza os direitos de propriedade de cada um dos envolvidos.¹⁰

Essas hipóteses de reestruturação elencadas no artigo 50 da lei 11.101/2005 deverão estar no Plano de Recuperação Judicial,¹¹ que por sua vez, irá mapear como a empresa deverá agir para se recuperar. Ele, portanto, esclarece quais são os deveres e condições a serem cumpridos para que a Recuperação Judicial seja mantida, sendo que seu descumprimento poderá levar à Falência.

Com isso, o que se nota é que a Recuperação Judicial é mais seletiva em relação à manutenção das empresas, trazendo tanto medidas com base teórica econômica. Como será demonstrado adiante, o por seu respaldo institucional, o

¹⁰ Tais objetivos serão posteriormente analisados sob o instrumental teórico microeconômico na seção 2.4.1, em especial, na seção 2.4.2 pela ótica da Teoria da Firma; pelo Modelo de Mercado de Crédito e pelo Teorema de Coase.

¹¹ Pela definição de Sacramone (2022), “o plano de recuperação judicial é a proposta realizada pelo devedor aos credores para superar a crise econômico-financeira que o acomete e continuar a desenvolver a empresa com regularidade.” Por depender da aprovação dos credores, o Judiciário passa a exercer o controle de legalidade sobre o feito, ao passo que a deliberação a respeito das condições do Plano de Recuperação Judicial é incumbência dos credores, em Assembleia Geral dos Credores, na forma do das disposições da Seção IV da LFRJ.

controle legal feito pelo judiciário diferencia com maior clareza o que é socialmente aceito em face da ampla e complexa interação social entre credores e devedores.

Tanto o é, que o descumprimento do Plano de Recuperação enseja a decretação de Falência. Logo, o mesmo cuidado que a lei tem com a preservação da sua atividade econômica, tem também com tirada dos agentes que ameaçam a economia, mantendo a Falência como mecanismo de proteção do mercado.

Portanto, a Recuperação Judicial é um exemplo concreto da teoria de North, que se refere ao modo como as instituições modificam a tomada de decisão dos agentes econômicos ao longo da evolução da sociedade. A visão que passa a ser institucionalmente modificada é a da tragédia da insolvência e Falência da Firma, que via a Recuperação Judicial, pode ter a chance de reorganização e maior satisfação dos credores.

2.2 DA ATUALIZAÇÃO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL A PARTIR DA VIGÊNCIA DA LEI 14.112/2020

Anos mais tarde, em 2016 iniciou-se uma mobilização para a elaboração de uma reforma da Lei 11.101/2005¹². Ao longo de sua edição, a pandemia salientou ainda mais a urgência de mudanças na legislação para que a Recuperação Judicial fosse mais eficiente e célere (Diniz, 2022).¹³

Nesse sentido, a Lei 14.112/2020 manteve o princípio da função social da empresa e da conservação da empresa como protagonistas (Diniz, 2022). A

¹² Segundo o então secretário especial da Fazenda do Ministério da Economia, Waldery Rodrigues, em coletiva virtual, “a construção da nova Lei de Falências começou em agosto de 2016, com a formação de grupo de trabalho com advogados, administradores, acadêmicos e juízes especialistas em direito falimentar. Mais de 40 encontros foram realizados até a consolidação do projeto. Em 2019, com o apoio do deputado federal Hugo Leal (PSD/RJ), a proposta original foi transformada em projeto substitutivo ao PL 6229/2005, e, em 2020, com o apoio do senador Rodrigo Pacheco (DEM-MG), relator do projeto no Senado Federal, o projeto deu origem à nova Lei de Falência”. Ainda, o secretário apontou, com base em dados levantados pelo banco mundial, que a solução da insolvência no país ainda era muito aquém daquela praticada pelo restante da América Latina. O mencionado grupo era composto, em grande parte, pelos mesmos acadêmicos que elaboraram a Lei 11.101/2005, como Marcos Lisboa e Daniel Goldberg. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2020/dezembro-1/nova-lei-de-falencias-vai-melhorar-os-resultados-de-recuperacoes-judiciais-no-pais> Acesso em 07/12/2022

importância da Recuperação Judicial é preservar a Função Social da Empresa, que corresponde a limitação dos interesses particulares do empresário diante do interesse social. Já em relação à conservação da empresa, o que se quer proteger é a dinâmica econômica que a empresa pratica em sociedade ao gerar renda, fomentar o consumo e prover arrecadação (Santiago e Campello, 2016. Coelho, 2012. Diniz, 2022).

Dentre suas principais alterações, destacam-se a possibilidade de ampliação do *Stay Period* – lapso temporal em que se suspendem as execuções contra a Recuperanda; os estímulos à negociação e o maior rigor das regras de financiamento para devedores. (Diniz, 2022).¹³

Sinteticamente, são estes os princípios que, fora a fundamentação legal, sustentam economicamente na manutenção da empresa, vão além da perspectiva da economia neoclássica, partindo de numa visão socialmente preocupada com a geração de emprego e a manutenção da atividade econômica na sociedade, e que possuem respaldo institucional.

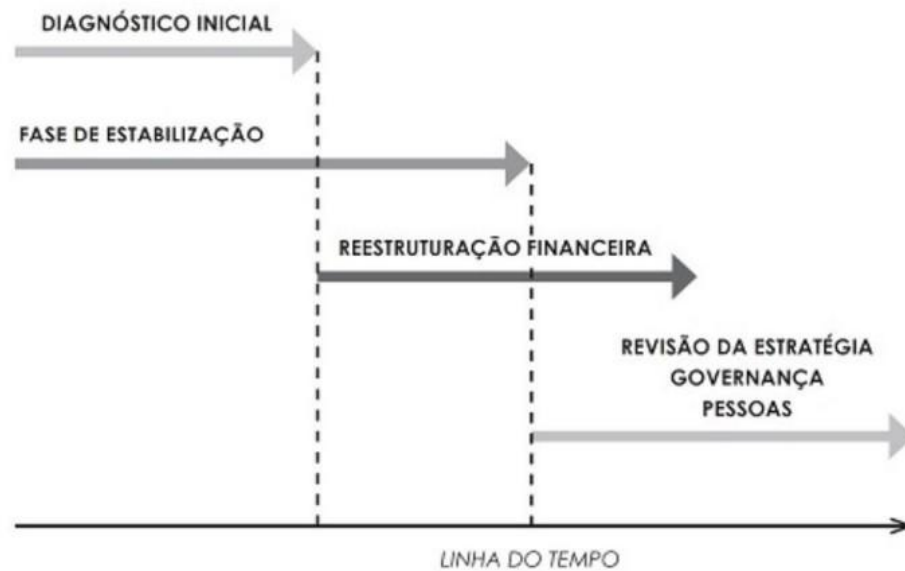
2.3 DA RELAÇÃO ENTRE A LEI E A REESTRUTURAÇÃO

Após a breve passagem sobre o procedimento da Recuperação Judicial e sobre as principais alterações sofridas pela legislação, se verifica que os meios de recuperação elencados pela Lei 11.101/2005 criam formas diretas ou indiretas de reestruturação. Esta, por sua vez, é dada por uma série de ações a serem tomadas a fim de recuperar a empresa, e que, segundo Milanese (2016), consiste na realização do procedimento de *Due Diligence*, na mensuração da viabilidade econômica da empresa, na estabilização da crise, na delimitação estratégica das formas de gestão e na reestruturação financeira da empresa em crise.

A imagem a seguir esquematiza a reestruturação:

¹³ A autora ainda menciona a divulgação da Pesquisa Anual do Comércio realizada pelo IBGE e publicada em agosto de 2022. Segundo ela: “em 2020 o Brasil seu ano recorde de fechamento de empresas comerciais, perdendo 106.560 estabelecimentos (7,4%), entre 2019 e 2020. O IBGE divulgou também que mais de 400 mil empregos (4%) foram perdidos no comércio no mesmo período, que representa a maior queda na ocupação do comércio desde 2007. (IBGE, 2022)” (Diniz, 2022, p.3). 12 A autora ainda indica inovações de maior relevância jurídica, tais como a priorização do trâmite da Recuperação Judicial em face dos demais atos judiciais, salvo habeas corpus e outros ritos especiais definidos em lei; o aumento do poder concedido ao Administrador Judicial; a regulamentação da constatação prévia e a equiparação do produtor rural ao micro e pequenos empresário. Entretanto, tais mudanças não serão pormenorizadas neste estudo.

Figura II - Progressão do processo de Turnaround



Fonte: Salvatore Milanese [et al.] Reestruturação de empresas: como recuperar e reerguer negócios. 1. ed., Matrix, 2016, p 9.

Nesse sentido, o diagnóstico da crise é a primeira medida a ser tomada para a reorganização da empresa em crise, por meio da *Due Diligence*, a qual, na definição de Sampaio (2000) é:

um procedimento de análise levado a cabo normalmente pelo comprador com a colaboração do vendedor e tem por finalidade verificar e avaliar a situação das empresas e/ ou dos negócios a transacionar, com o objectivo de determinar o seu valor real, bem como o dos seus ativos, **verificar o funcionamento da empresa e do cumprimento das regras legais, avaliar os riscos inerentes, garantias a prestar e determinar responsabilidades, consoante cada caso em concreto** (Sampaio, 2000,p. 266).- Grifo próprio

No âmbito da reestruturação, esta é uma medida fundamental para reduzir o risco de credores e investidores por meio da diminuição da assimetria de informação, assim como para diagnosticar corretamente a situação da crise enfrentada pela

empresa. Uma vez que a eficiência da Recuperação Judicial requer¹⁴ que a empresa seja economicamente viável, a investigação correta do estado da empresa é fundamental para que seja atestado o benefício que ela retornará a sociedade se mantiver sua operação. Milanese (2016) reforça a importância deste instrumento no contexto da Recuperação Judicial ao afirmar que:

O instituto da recuperação judicial é o mancal da máquina de recuperação e reestruturação de empresas e negócios. Se não for sólido e confiável – do projeto na carta escrita da lei à sua aplicação nos processos judiciais e extrajudiciais –, o funcionamento da máquina fica comprometido mesmo se imbuída das melhores técnicas e práticas. (Milanese, 2016, p.)

Logo, a correta delimitação das contingências fiscais, trabalhistas, das obrigações cíveis e das garantias reais são a base para que todo o planejamento da reestruturação tenha a precisão necessária para atingir o sucesso. Isto porque, com o correto diagnóstico, o ponto de ineficiência da operação da empresa poderá ser identificado com maior clareza. Desse modo, é possível verificar qual etapa da operação deve ser readequada: a da produção, a dos custos ou a da maximização dos lucros, conforme a Teoria da Firma, como será explorado na seção 2.4.

Para mensurar a operação e sua viabilidade, são várias as formas de se avaliar o valor de uma empresa. Segundo Damodaran (2007), há de modo geral duas formas de mensuração do valor da empresa, quais sejam as abordagens intrínseca e a relativa. A primeira refere-se à projeção de fluxo de caixa pautado pelo valor intrínseco ao ativo ou empresa avaliada, conforme seu grau de risco e as incertezas do cenário em que se coloca. Já as medidas relativas são aquelas dadas pelo parâmetro dos valores de mercado de empresas ou ativos semelhantes. Entretanto, apesar de ambas as formas de avaliação serem consideravelmente distintas, o autor pontua que:

Em geral, não há razão para escolher uma ou outra, pois nada impede que se adotem ambas as abordagens na avaliação do mesmo investimento. Na

¹⁴ A Recuperação Judicial somente é concedida a uma empresa quando esta é capaz de indicar sua viabilidade econômica, como requer o inciso II do artigo 52 da LFRJ.

verdade, é possível melhorar as chances de sucesso investindo em ações subavaliadas sob os dois pontos de vista, intrínseco e relativo. (Damodaran, 2007, p. 15)

Porém, *“o valor intrínseco de uma empresa reflete seus fundamentos. Estimativas de geração de caixa, crescimento e risco, tudo está embutido nesse valor”*. (Damodaran, 2007, p.45). Desse modo, a partir do momento em que a operação da empresa é mensurada, é possível verificar se de fato irá cumprir sua função social, assim como, será possível projetar se a geração de valor será eficiente no longo prazo.

No cenário recuperacional, a mensuração do valor da empresa é ainda mais complexa, especialmente por depender do histórico da operação e da performance presente, o que dificulta a projeção normalizada do Fluxo de Caixa da empresa (Milanese, 2016).

Usualmente, para fins de *Valuation*, a metodologia mais aceita pelo mercado é a do Fluxo de Caixa Descontado, especialmente diante da importância da viabilidade econômica para a Recuperação Judicial, ainda que ela não seja uma exigência legal. Por isso, é comum que as avaliações apresentadas adotem essa metodologia para a determinação do valor da operação, que deverá considerar o máximo de ajustes e contingências existentes, que comumente correspondem às rubricas de “Caixa” e o montante da dívida a ser negociada.¹⁵ (Milanese, 2016).

O que se pretende com esta avaliação é expressar o quanto de valor a empresa é capaz de gerar, e abrir possibilidade para a projeção de cenários nos quais a melhor opção de alocação de insumos e de custos alcança a maximização dos lucros. Dessa forma, a avaliação da empresa não apenas reflete sua (in)viabilidade, como também permite identificar quais os meios de recuperação poderão ser selecionados para reestruturar a empresa.

Além disso, quanto melhor identificada a situação da empresa, também se amplifica a redução da assimetria de informação, especialmente porque, quando se envolve a

¹⁵ Nas palavras do autor, “uma vez apurado o valor de negócio, para se chegar ao valor de Equity adiciona-se Caixa e desconta-se a Dívida existente. Numa empresa em distress é importante considerar não o seu valor atual de dívida – o qual, dependendo do nível de distress, se encontra normalmente num patamar superior ao que o negócio consegue suportar-, mas sim o valor esperado de dívida após renegociação com credores, o qual deverá ser o adequado para o desenvolvimento do negócio.”.(Milanese, 2016, p. 33-34)

reorganização da empresa por meio de cisões, aquisições e fusões; tomadas de financiamentos e a formulação do Plano de Recuperação Judicial com a definição das formas de pagamentos dos créditos, a correta investigação da situação da empresa aumenta as chances de cumprimento do Plano de Recuperação Judicial.

Com o devido mapeamento da situação da empresa, a alteração nas diretrizes operacionais e na liderança são essenciais para que, em seguida, a crise possa ser estabilizada. Com esse intuito, destaca-se que a elaboração de um plano de negócios voltado a otimização do Caixa da empresa é crucial para que tais medidas sejam efetivas. Ele deve ser abrangente e composto por cenários que indiquem o efeito da sensibilidade de variáveis projetivas sobre o desempenho operacional da empresa (Milanese, 2016).

A execução deste plano de negócios será incumbência dos gestores delegados para administrar a empresa de acordo com o maior interesse dos *stakeholders* e do estancamento da crise. Isto porque, neste momento delicado da empresa insolvente, o Capital de Giro é a chave para que a empresa consiga reverter a sangria dos índices de liquidez. Desse modo, uma vez definido o volume de capital necessário para que a operação se mantenha, é possível delimitar quais meios de recuperação judicial poderão ser mais eficientes para que a produção seja ajustada. Como esclarece Dallavalle (2006):

Na fase emergencial o foco reside no fluxo de caixa: estancar a sangria de caixa, buscar o capital de giro necessário para que a empresa continue produzindo sem paralisar as operações e adotar um rígido controle do caixa priorizando a liquidez da empresa. (Dallavalle, 2006, p.290)

Logo, nesta etapa seguinte, serão envolvidos o ajuste de prazos médios de pagamento e recebimento, a alienação de ativos não essenciais e maior austeridade para contingenciamento de despesas, sem que essas mudanças se reflitam negativamente no nível de atividade econômica da empresa. Com o Caixa sob controle, a crise é estabilizada, permitindo que a estratégia e a governança sejam planejadas para que a recuperação da empresa propriamente dita seja alcançada. Isto porque é este caixa que alimenta a operação e que permite que haja sincronia entre a Função de Custos e a Função de Produção.

Nesse sentido, a lei cria uma ambientação ideal para a deliberação do processo de reestruturação. Para que a empresa possa superar seu estado de crise, a empresa deverá adotar estratégias de mercado que sejam capazes de fazer com que a Recuperanda mantenha se operante e competitiva; e a reestruturação financeira da empresa, para que as relações desta com os bancos, fornecedores e demais credores sejam compatibilizados ao fluxo de caixa da empresa e à sua contabilidade (Milanese, 2016).

As estratégias de mercado deste processo são:

(i) Procurar liderança de custo; (ii) Estratégias de diferenciação pelo valor agregado dos produtos/serviços; (iii) Integração vertical ou horizontal; (iv) Procurar fusões ou alianças; (v) Diversificação sob vários prismas (por exemplo, área geográfica, mercados contíguos etc.); (vi) Estratégias de “construção da marca” (branding); (vii) Estratégias de downsizing, concentração ou “volta ao core business”, outsourcing. (Milanese, 2016, p.46).

Tais medidas são utilizadas para, ou readequar o negócio à demanda; ou aproveitar o valor monetário da operação ou repaginar o empreendimento. Uma vez que esta última tende a demandar maiores investimentos e a apresentar maiores riscos, costuma-se adotar as duas primeiras (Milanese, 2016).

Nesse sentido, quando elencadas a liderança de custos; as estratégias de diferenciação do produto e fortalecimento da marca, o que se quer atingir é o aumento da competitividade da empresa, e inclusive conferir poder de mercado à Recuperanda. Isto porque, caso a empresa consiga reduzir os custos totais médios de sua produção, ela poderá operar na escala eficiente, hipótese em que, como será demonstrado na seção 2.4, o lucro poderá ser maximizado. Mas para além disso, se seu produto for diferenciado e ela poderá conseguir se portar como monopolista ou monopolística, ela poderá absorver uma importante parcela da demanda (Mankiw, 2016), a qual poderá render uma maior lucratividade a empresa em crise.

Já as formas de integração vertical ou horizontal; fusões ou alianças; ou diversificação de área geográfica ou mercados contíguos; e estratégias de concentração ou terceirização, o que se quer obter são as vantagens decorrentes dos

ganhos de escala e de escopo, o que também são capazes de se refletirem na redução dos custos de produção, como será pormenorizado adiante na seção 2.4.

De outra perspectiva, além do mercado, ainda existem as etapas de reestruturação financeira que consistem, de modo geral, na renegociação da dívida; na venda de ativos ou da própria operação e na captação de recursos. Estas, diferentemente dos pontos mercadológicos anteriormente citados, têm o intuito de reestruturar a dívida da empresa.

Nota-se, portanto, que existe uma correlação entre as estratégias de reestruturação e os meios de Recuperação Judicial elencados pelo artigo 50 da LFRJ. Se cruzadas as estratégias e os incisos do mencionado dispositivo legal, é possível identificar que o legislador buscou abarcar, de modo mais direto, a reestruturação da dívida, e criou, de modo mais indireto, o cenário para que as estratégias de mercado pudessem ser desenvolvidas com maior fôlego.

Explicitamente, nos incisos do artigo 50 menciona-se, a “concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas” (inciso I); a “dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro (inciso IX); a equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica (inciso XII). Tais medidas vão de encontro a ideia da renegociação da dívida para com os credores, que, no âmbito judicial, possui importantes variáveis a serem consideradas. É nesta seara que Milanese (2016) afirma:

Em situações judiciais, há a possibilidade de se obter descontos, caso seja demonstrado que a capacidade de geração de caixa é inferior ao montante de endividamento. Nessa situação, é importante demonstrar para os credores que mesmo recebendo menos do que o saldo total da dívida, a solução apresentada pela empresa é melhor do que a falência. (Milanese, 2016, p.79)

Assim, a renegociação passa a ser benéfica não somente ao devedor, mas também aos credores que passam a ter a oportunidade de conter os danos causados eventual risco afundado decorrente da Falência.

Já em relação a “cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente (inciso II)” ; a “trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados” (inciso VII) e a “venda integral da devedora, desde que garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência, hipótese em que será, para todos os fins, considerada unidade produtiva isolada” (inciso XVIII) fica evidente a vontade do legislador de estabelecer formalmente a venda de ativos ou até mesmo, da própria operação como meio de reestruturação financeira. É nesse sentido que aponta Guizzo (2020):

Em certos contextos, a chave está em avançar para cima da concorrência de forma inteligente, com estruturas que aproveitem todos os recursos disponíveis na empresa, inclusive realizando uma ou mais aquisições de empresas e operações." (Guizzo, 2020, p.380)

Assim, tais formas de transação podem fazer com que plantas que demandam maiores investimentos, ou ainda, que tenham pouco incremento marginal ao restante da operação possam se converter em uma nova estrutura, cujo retorno seja mais interessante ao carro-chefe do empreendimento (Milanese, 2016). De modo complementar, Guizzo (2022) aponta que nem sempre a integralidade da operação se reverte em benefício econômico ao empresário ao afirmar que:

Em diversas situações trabalhamos com empresas onde identificamos operações que destruíam valor do todo. Tal destruição de valor normalmente se dava pelo consumo caixa da empresa já no nível de margem de contribuição desta operação, com margem de contribuição negativa da operação, ou seja, perdendo dinheiro a cada nova venda feita; ou na necessidade de manutenção de estrutura fixa específica da operação de forma que sua margem de contribuição, mesmo que positiva, não era suficiente para bancar a estrutura fixa e gerar um resultado final positivo para a empresa. (Guizzo, 2020, p.382)

Com isso, destaca-se a importância estratégica dos rendimentos de escala na operação, que serão explorados com maior detalhamento na seção 2.4

Já em relação a necessidade de financiamento da empresa em crise, mesmo diante de um cenário de insolvência, a legislação ainda incentiva a captação de recursos, explicitamente, nos incisos XV, o qual elenca a “*emissão de valores mobiliários*” como meio de Recuperação Judicial e dos já mencionados I e XII. Assim, mesmo que insolvente, a reestruturação por vezes requer modernizações e investimentos para que ela possa se reerguer (Guizzo, 2020). Dado o cenário desfavorável para a tomada de crédito para uma empresa neste contexto, Guizzo afirma que:

“Em muitas negociações de dívida propomos condições especiais de pagamento do saldo devido para aqueles credores que apoiarem a empresa com novo financiamento. Estas condições privilegiadas de pagamento podem incluir, dentre outras, uma taxa de juros mais elevada, um prazo de amortização mais curto, um deságio explícito menor que o dos demais credores, ou um reforço de garantias exclusivo”. (Guizzo, 2020, p.160-161)

Porém, essa medida requer mais cuidado, vez que, além do risco do investimento, há também os custos da captação em si, o que exige maior prudência. A questão das formas de financiamento da empresa em crise será abordada posteriormente na seção 2.4.2, na qual será aplicado o Modelo de Mercado de Crédito no cenário de insolvência, desenvolvido por Araújo (2002).

Em suma, seja através da renegociação da dívida, das transações societárias e das formas de captação e financiamento, a própria legislação já sugere, de modo direto, meios de estabilização financeira e que contribuem para que a empresa possa efetivar o controle de caixa. Com isso, ela permite que as medidas de cunho concorrencial possam ser posteriormente desenvolvidas e negociadas, sem que a crise de liquidez impossibilite a operação da empresa.

Este seria o caso da “alteração do controle societário” (inciso III); da “substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos” (inciso IV); da “concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar” (inciso V) e da “constituição de sociedade de credores” (inciso X).

Os meios elencados acima permitem que o interesse dos diversos *stakeholders* do processo sejam devidamente delimitados e que a gestão estratégica

possa ser ponderada conforme suas demandas. Isto porque, o objetivo do instituto não é conferir a viabilidade ao negócio. Em tese, esta já deve ser comprovada pela própria devedora, como indicado anteriormente no início desta seção. O que se quer atingir por meio deste processo é a redução de danos aos credores e conceder à empresa devedora as condições para que ela possa cumprir suas obrigações. Como afirma Guizzo (2020):

“A recuperação judicial também cria um ambiente de negociação estruturado com a intenção de facilitar a negociação com os credores na medida em que todos são forçados a entender a situação econômico-financeira da empresa e “sentar na mesa” para negociar. Além disso, é claro, ao impor regras de aprovação de um plano de pagamento que impõe a vontade da maioria sobre a minoria, permite uma solução global para os passivos da empresa. Porém, nada na recuperação judicial foi estruturado (e nem tinha como ser) para ajudar a empresa a melhorar sua operação. Exceto pela ajuda de fôlego concedida para evitar que piore ainda mais (como consequência de um bloqueio judicial, por exemplo).” (Guizzo, 2020, p.198)

É a partir deste entendimento e da própria legislação é que se identifica o zelo ao ambiente de negociação dado pela lei, vez que enquanto o Judiciário faz o controle de legalidade do processo, os reestruturadores promovem as mudanças operacionais para que a geração de caixa seja sustentável, a depender de cada caso.

Ou seja, com a previsão e o compromisso de quais formas de reestruturação compiladas em no Plano de Recuperação Judicial, há a redução da assimetria de informação não apenas em relação ao modo como se pretende gerar caixa, mas também, a como os pagamentos passarão a ser quitados. Logo, as incertezas trazidas por Ana Carla Abrão Costa passam a ser mais bem resolvidas, conferindo maior previsibilidade e celeridade às empresas que precisam mais do que recuperar sua saúde financeira, restabelecer sua competitividade no mercado.

Com isso, foi explorada a relação que os meios de reestruturação indicados pela legislação possuem com todas as estratégias da esfera gerencial da insolvência. Estas, por sua vez, são pautadas pela teoria econômica, a qual será pormenorizada adiante na seguinte seção.

2.4 DA TEORIA MICROECONÔMICA

A Teoria Microeconômica Neoclássica traz o modelo de competitivo de equilíbrio parcial desenvolvido por Alfred Marshall como meio de compreensão do sistema de oferta e demanda como determinantes do preço de um bem ou serviço em um mercado de concorrência perfeita (Nicholson, 2018).

Neste ambiente, a concorrência é dada como perfeita pois os agentes econômicos são tomadores de preço, e, portanto, não têm o poder de mercado suficiente para alterar o preço de equilíbrio do mercado. Com isso, uma série de características tornam-se intrínsecas a este ambiente, fazendo com que muitos ofertantes de bens homogêneos e demandantes destes interajam, com plena simetria de informação e livre acesso ao mercado. (Mankiw, 2016). É nesse contexto que se dá a análise microeconômica da Teoria da Firma.

Dentro da microeconomia, a produção e oferta de bens é estudada a partir do funcionamento de uma empresa, cuja atuação se volta à transformação de matéria prima em bens e serviços à sociedade (Nicholson, 2018). Tradicionalmente, a Teoria da Firma (ou da Produção) é composta pela tríade da Teoria da Produção, Teoria dos Custos e a Teoria dos Rendimentos.

A Teoria da Produção se pauta pela determinação de uma função de produção, na qual a quantidade produzida é resultado de uma função que combina capital, trabalho, matéria prima e os demais insumos necessários à transformação, qual seja (Nicholson, 2018):

$$q = f(k, l, m...)$$

Dessa forma, é possível estabelecer a alocação de recursos em prol da melhor combinação de insumos para um mesmo nível de produção dado pela isoquanta que satisfaça a condição (Nicholson, 2018):

$$q_0 = f(k, l, m)$$

É função do empresário, por sua vez, definir com base na taxa de produtividade marginal e na taxa de marginal de produção técnica de seus insumos qual a ponderação ótima dos seus recursos resulta na quantidade a ser produzida, considerando ainda, tanto os rendimentos de escala de sua planta produtiva quanto a elasticidade da substituição dos insumos requeridos para que a empresa possa operar (Nicholson, 2018).

É nesse sentido que a atuação do empresário deve ser estratégica e extremamente racional. Numa situação de crise ou insolvência, diante das variáveis que integram sua função de produção e da dinâmica mercadológica, a recombinação dos fatores produtivos pode ser uma alternativa para que a operação seja capaz de alcançar uma performance satisfatória (Milanese, 2016).

Dentre os tópicos da Teoria da Produção, um importante fascículo é a análise dos Rendimentos de Escala da operação. Trata-se do estudo da interação responsiva que a produção tem conforme o aumento ou redução de insumos aplicados a depender de sua elasticidade, definida por:

$$e_{q,t} = \frac{\partial f(tk,tl)}{\partial t} \cdot \frac{t}{f(tk,tl)}$$

Assim, dada uma função de produção $f(k, l)$, os respectivos rendimentos serão:

$f(tk, tl) = tf(k, l) = tq$, se os rendimentos forem constantes;

$f(tk, tl) < tf(k, l) = tq$, se os rendimentos forem decrescentes e;

$f(tk, tl) > tf(k, l) = tq$, se os rendimentos forem crescentes.

Ponto interessante sobre esta relação é que ela permite que o empresário identifique com melhor precisão qual o nível ótimo de produção. Isto porque, (como será tratado adiante quando a Teoria dos Custos for abordada) quando se eleva o nível de produção, há a tendência de redução dos custos fixos e diluição de dispêndios em cada unidade marginal produzida. É diante dela que se conclui:

Altos volumes de produção apresentam oportunidades para a redução de custos e obtenção de benefícios através do aumento da velocidade do efeito da "curva de experiência", políticas de estoque mais adequadas, racionalização dos processos e melhoria de projetos de trabalho, simplificação de fluxos etc." (Szwarcfiter e Dalcol, 1997, p.119-120)

A redução de custos decorrente da maior amplitude da empresa é decorrente da diversificação de mercados, fornecedores e outras variáveis do processo produtivo. Também há redução de custos quando, como uma extensão da economia de escala, houver economias de escopo. Elas ocorrem quando a operação de uma única empresa proporciona uma produção superior àquela resultante da atividade de duas ou mais empresas distintas que se ordenam para produzir um mesmo bem. (Szwarcfiter e Dalcol, 1997).

Para que sejam alcançadas, algumas estratégias de gestão podem ser utilizadas. Como afirma Possas (1993):

"Diz-se que há economias de escala quando o aumento do volume da produção de um bem por período reduz os seus custos. Esta redução pode se dar pela possibilidade de utilização de métodos produtivos mais automatizados ou mais avançados, **mas também pode estar relacionada a ganhos em propaganda, marketing, P&D, financiamento, enfim qualquer etapa da produção e comercialização.**" (Possas, 1993, p.70)

Fusões, cisões, incorporações, tomadas de crédito dentre e outras formas de reestruturação societárias e operacionais, portanto, são meios de atingir ganhos de escala ou de escopo, conforme o tipo de negócio e situação da empresa. É nesse sentido que o apresentado na seção 2.1 e 2.3 têm como ponto de tangência a microeconomia. Os meios de reestruturação anteriormente explorados vão de encontro à ideia de otimização dos rendimentos de escala através do

redimensionamento por meio da concentração, terceirização, verticalização ou horizontalização da produção.

Desta forma, a depender da elasticidade da aplicação de insumos de produção e dos custos de transação envolvidos na operação, a seleção de um meio de reestruturação que altere a dimensão da cadeia produtiva poderá ser feita de modo mais eficiente.

Por exemplo, a seleção de uma fusão com outra empresa do mesmo ramo, ou seja, que possua sinergia operacional, pode se reverter positivamente no aumento da produção em relação aos recursos aplicados, justamente por esta já estar com a operação consolidada, e, portanto, possibilitar a maximização dos lucros por meio da ampliação do volume da produção.

O segundo pilar da Teoria da Firma corresponde a Teoria dos Custos. Esta frente analisa as funções de custo, que são incorridos pelo produtor ao longo de sua atividade. Os custos, neste caso, são dados pelo dispêndio com a manutenção de cada insumo em sua respectiva alocação, incorporando o custo de oportunidade de cada um deles (Nicholson, 2018).

Dessa forma, assim como a função de produção relaciona seu volume aos seus correspondentes insumos, sendo a função de custo é dada por:

$$C = wl + vk$$

A equação acima representa o custo como resultado da soma da remuneração de cada fator produtivo¹⁶. Como decorrência desta definição, uma vez que o objetivo do empresário é minimizar os custos, matematicamente é possível identificar o ponto mínimo da função para $q_0 = f(k, l, m)$, através de um modelo Lagrangiano, tal que (Nicholson, 2018):

¹⁶ Esta equação é uma simplificação que toma por base apenas a combinação de capital e trabalho. A exemplo, nesta equação “w” é derivado de “wages”, sendo a remuneração da força de trabalho, ao passo que “v” indica o aluguel que custeia a estrutura da empresa.

$$L = wl + xk + \lambda [q_0 - f(k, l)]$$

Sendo as condições de 1ª ordem:

$$\frac{\partial L}{\partial k} = v - \lambda \frac{\partial f}{\partial k} = 0$$

$$\frac{\partial L}{\partial l} = w - \lambda \frac{\partial f}{\partial l} = 0$$

$$\frac{\partial L}{\partial \lambda} = q_0 - f(k, l) = 0$$

Logo, da razão entre as duas primeiras equações, depreende-se que:

$$\frac{v}{w} = \frac{fk}{fl}$$

A interpretação deste resultado indica que, considerando a produção vigente da empresa, os custos são minimizados quando a produtividade marginal de cada insumo for a mesma para cada unidade dispêndio incorrido. Depreende-se, portanto que caso os insumos tenham custo distintos, deve-se alocar mais a curva de custos sobre aquele cujo retorno sobre o custeio alocado seja superior, no intuito de satisfazer a taxa marginal de substituição apresentada. Assim, para um nível de produção q_0 , os custos serão minimizados quando a empresa operar custeando cada um de seus insumos a proporção equivalente à taxa marginal de substituição v/w (Nicholson, 2018).

Com isso, simplificando a função de custo para a forma, atendendo ao princípio da minimização de custos:

$$C = C(v, w, q)$$

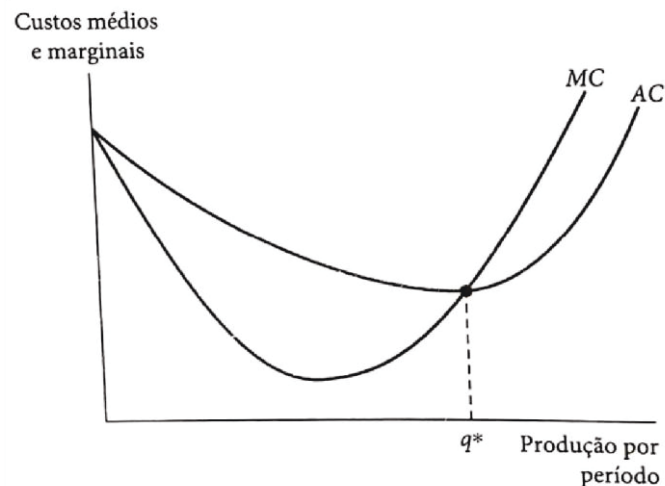
A equação acima representa custo C em função do conjunto de custos de insumos a dada produção. Ela é fundamental para a determinação do custo médio e do custo marginal da produção, os quais são definidos, respectivamente, por (Nicholson, 2018):

$$Cme = AC(v, w, q) = \frac{C(v, w, q)}{q}$$

$$Cmg = MC(v, w, q) = \frac{\partial C(v, w, q)}{\partial q}$$

Representando graficamente ambas as curvas, tem-se:

Figura II – Curva de Custo Médio e Marginal



Fonte: NICHOLSON, W.; SNYDER, C. Teoria Microeconômica: Princípios Básicos e Aplicações. 12ª edição, Cengage Learning, 2018, p. 208

Evidencia-se, portanto, o comportamento destes dos custos ao longo tempo. Ainda que partam de um mesmo ponto, o custo médio, por depender da quantidade produzida, passa a ultrapassar o custo marginal, justamente porque aquele incorpora

o custo marginal da última unidade produzida, a qual possui o custo marginal superior ao vigente (Nicholson, 2018). Esta relação será fundamental para a determinação da maximização do lucro que será feita em sequência.

Considerando o explorado na seção 2.1 e 2.3, a liderança de custo passa a ter uma importância fundamental quando se trata de uma empresa em situação de insolvência. Isto porque, caso a empresa ofereça sua produção a um preço inferior ao custo total médio, a tendência é que esta saia de fato do mercado (Mankiw, 2016).

No entanto, a partir do momento em que a liderança de custo é selecionada como de reestruturação, seja por resultado da renegociação com fornecedores ou por alterações na escala produtiva, a Recuperanda pode fazer o uso dessa estratégia para concentrar sua produção nos bens cujo retorno sobre o dispêndio seja superior, assim como poderá ofertar produtos a preços mais competitivos. Com isso, mesmo que sob uma situação circunstancial, a empresa em crise poderá fazer com que esta vantagem competitiva se reverta na maximização do lucro para contornar a insolvência.

Feita essa consideração a respeito da minimização de custos, bem como da estrutura da função de produção, dá-se prosseguimento a definição da receita do negócio, e por consequência, de seus lucros.

O arrematante entre a Teoria da Produção e dos Custos é a Teoria da Maximização dos Lucros. Sendo a Receita dada por (Nicholson, 2018):

$$Rq = p(q) \cdot q$$

O lucro econômico é definido a partir da diferença da Receita, acima indicada, e do Custo de produção explorado anteriormente, tal que:

$$\pi(q) = R(q) - C(q)$$

Com isso, uma vez que o principal objetivo do empresário é maximizar o lucro auferido pela atividade econômica praticada, seu papel é selecionar a melhor combinação de insumos para que a produção de seu bem ou serviço ofertado seja capaz de satisfazer tal condição (Nicholson, 2018).

Para tanto, o empresário faz o ajuste das diversas variáveis envolvidas no processo produtivo, trabalhando com a ideia de lucro marginal. Assim, a alocação terá atingido o ponto ótimo quando o lucro marginal se iguala a 0, visto a partir deste ponto, a atividade exercida não trará incremento de lucratividade (Nicholson, 2018):

$$MR(q) = \frac{R}{\partial q} - \frac{\partial C}{\partial q} = \frac{\partial [p(q) \cdot q]}{\partial q} - \frac{\partial C}{\partial q} = 0$$

Conclui-se, portanto, que a maximização do lucro é dada quando a Receita Marginal for equivalente ao Custo marginal, tal que:

$$MR(q^*) = MC(q^*)$$

Por serem iguais, aprofundando a análise sobre a função da Receita Marginal matematicamente, pela regra do produto, ela pode ser definida por:

$$MR(q) = \frac{\partial R}{\partial q} = p + q \cdot \frac{\partial p}{\partial q}$$

Sintetizando a análise demonstrada acima, o que se quer destacar é que a Receita Marginal é definida pela Função de Produção. Isso significa que na hipótese de uma concorrência perfeita em que $\frac{\partial p}{\partial q} = 0$ a quantidade produzida não impactará o preço de equilíbrio de mercado, sendo a empresa uma tomadora de preço. Porém, caso a produção da empresa seja capaz de alterar o preço vigente, dado por um aumento da quantidade q , tal que $\frac{\partial p}{\partial q} < 0$, a Receita Marginal auferida com este produto será inferior ao seu preço. Neste caso, quando o nível de quantidade produzida altera o preço de equilíbrio, a empresa deverá redobrar os cuidados ao mensurar sua produção ótima (Nicholson, 2018).

É nesse sentido que as medidas de reestruturação indicadas nas seções

2.1 e 2.3 que ensejam a concentração de mercado - tais como as fusões e incorporações- podem fazer com que a Recuperanda se beneficie do ganho de poder de mercado. Isto porque, conforme indicado acima, uma vez que a empresa tem a possibilidade de se afastar da concorrência perfeita e passa a ditar preços no mercado, esta poderá controlar o nível de produção que irá praticar em prol da sua maximização de lucros, o que, se bem analisado, poderá se mostrar uma boa estratégia para a reestruturação.

Entretanto, Nicholson (2018) aponta uma importante ressalva a ser feita sobre a questão da maximização de lucros. Um fator complicante do modelo é o fato de que nem sempre o acionista é dirigente administrativo da empresa. Segundo o autor:

“O fato de que as empresas normalmente não são dirigidas pelos proprietários leva a outro fator complicante. Enquanto os acionistas possam gostar de que o lucro seja maximizado o gerente pode agir por interesse próprio em vez de pelo interesse do acionista. O gerente pode preferir o prestígio da expansão do império empresarial para além do que faz sentido econômico, pode adquirir mordomias, cargas e afastar-se das ações lucrativas mais desconfortáveis, como demissão de funcionários que executam a mesma função. Diferentes mecanismos podem ajudar a alinhar os interesses dos gerentes com os dos acionista. **O pagamento gerencial em forma de ações ou opções de ações podem incentivar a maximização de lucro assim como ameaça de demissão caso uma empresa com fraco desempenho decrete falência, ou seja, assumida por um especulador corporativo agressivo.**” (Nicholson, 2018, p.234) – Grifo próprio.

Em síntese, da mesma forma que um acionista pode conter participação em várias empresas, sem necessariamente exercer qualquer tipo de controle operacional sobre ela, os gestores também podem atuar sem ter a maximização de dividendos como principal motivação (Nicholson, 2018). Complementando este entendimento, Guizzo (2020) ressalta a ideia de que uma empresa, quando em situação de *distress*¹⁷, afirma que:

¹⁷ Momento em que o passivo da empresa se torna insustentável perante os ativos e capacidade de geração de caixa pela operação (Lin, Lee e Gibbs, 2008; Osório, 2014)

*"Quando entramos numa empresa para reestruturá-la, dentre as principais providências, está rever os interesses internos e externos que afetam a empresa e como tais interesses estão harmonizados. Por vezes, **identificamos falhas nos mecanismos de alinhamento que seguramente contribuíram para a situação de crise encontrada na organização** (grifo próprio). Tais alinhamentos ou desalinhamentos precisam, então, ser revistos para melhorar as chances de recuperação da empresa." (Guizzo, 2020, p. 84)*

Em relação ao conflito de interesses, conforme exposto nas seções 2.1 a 2.3, a Recuperação Judicial, ao criar um ambiente negocial amplo e controlado, ela possibilita que haja maior conciliação de interesses entre credores e devedores. Isto se manifesta não apenas na possibilidade mediações e negociações ao longo da deliberação a respeito do Plano de Recuperação Judicial, como também pelos meios de reestruturação que desaguam na alteração da gestão da empresa, conforme será explorado adiante na seção 2.4.2.

Feitas tais considerações microeconômicas e a ressalva em relação ao modelo de maximização de custo, estas serão contextualizadas e aplicadas sobre a LFRJ, e, por extensão pelo processo de reestruturação.

2.4.1 DA MICROECONOMIA DA LEI 11.101/2005 A EXPANSÃO DO CONCEITO DE RACIONALIDADE ECONÔMICA

Considerando o exposto nas seções 2.1, 2.2 e 2.3, que abordaram a teoria microeconômica clássica e as formas de reestruturação previstas pela lei, nota-se que quando cruzados os meios de Recuperação Judicial exemplificados no artigo 50 da Lei 11.101/2005 e as Teorias da Produção, dos Custos e da Maximização de Lucros, é possível verificar que as formas de reestruturação legalmente previstas e a microeconomia guardam relação.

Dados os meios de recuperação abordados anteriormente, infere-se que, em especial, os meios que alterem o controle administrativo da empresa, que redimensionem a cadeia produtiva da empresa ou a alocação de mão-de-obra são modalidades que podem alterar as funções exploradas na seção 2.4 e que têm maior impacto operacional na empresa.

Quando a legislação refere-se a medidas que modifiquem o controle administrativo da empresa, como a “substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos” (inciso IV); da “concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar” (inciso V); do “usufruto da empresa” (inciso XIV) e da “administração compartilhada”; “alteração do controle societário” (inciso III) e a “constituição de sociedade de credores” (inciso X), ou então, quando se menciona mudanças que afetem a cadeia produtiva da empresa, tais como “cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente”(inciso II), o objetivo da legislação foi de elencar formas de reestruturação que saneassem o fator complicante da maximização de lucros, dada pelo conflito de interesses entre sócios e gestores indicado na seção 2.4.

Nesse sentido, quando se reestrutura a administração da empresa, as áreas financeira, gerencial e jurídica podem ser otimizadas. Isto porque, no âmbito financeiro, uma modificação na estrutura societária deste cunho pode resolver o déficit patrimonial da empresa em crise, uma vez que as mudanças incidentes sobre o capital social podem readequar a empresa insolvente às suas obrigações (Negrão, 2019).

Já na seara gerencial, é natural que ocorram mudanças na forma como os negócios são realizados em razão da alteração administrativa decorrente da reestruturação societária. Com isso, é possível que impasses e discussões sobre o modelo de negócio sejam eliminados e que a operação se torne mais eficiente. (Negrão, 2019).

Considerando ainda as formas de reestruturação da alocação de mão-de-obra, a qual implica em “redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva” (inciso VIII), é possível verificar duas principais otimizações que esta medida pode gerar. Em relação a redução salarial e as compensações determinadas, nota-se que a legislação criou condições para que os custos do empregado sejam reduzidos, o que impactaria a função de custos da empresa. Quando reduzidos os Custos totais da empresa em razão de $wl' < wl$, por extensão a Receita Marginal da empresa poderia ser ampliada, desde que mantida a

produção. É diante dessa consideração que se destaca a outra forma de otimização, decorrente da ampliação da esfera negocial entre sindicatos e empresário que uma solução maximizadora de bem-estar poderia ser alcançada (Coase, 1960).

Até este ponto, a Recuperação Judicial foi transcrita sobre a teoria microeconômica clássica. Entretanto, na realidade, o cenário no qual se desenvolve este instituto diverge daquele traçado pelo mercado de concorrência perfeita, livre de falhas de mercado. Ou seja, na prática, a existência de falhas de mercado dificultam que a Recuperação Judicial atinja o equilíbrio paretiano e que o bem-estar econômico seja de fato efetivo aos credores, à devedora e à sociedade como um todo. Isto porque a assimetria de informação, os custos de transação e os ônus das externalidades decorrentes da insolvência fogem a proposta inicialmente traçada pela teoria microeconômica.

No entanto, é possível verificar sob uma abordagem teórica alternativa, na qual pode-se incorporar ao cenário anteriormente descrito, o efeito de tais falhas de mercado, em especial, em relação à informação imperfeita e aos custos de transação. Isto porque, como indica North (1990), há uma tendência natural do ser humano para que se obtenha uma vantagem, ainda que a dinamização dos arranjos institucionais da sociedade facilite a interação.¹⁸ É neste sentido que o autor pontua a utilização da força da lei como uma forma de fazer com que os ganhos superem as perdas em um mercado de informação imperfeita.

Assim, a racionalidade dos agentes econômicos passa a destoar daquela prevista pela economia neoclássica. Isto porque, além da assimetria de informação, há uma imensa complexidade no âmbito recuperacional que vai de encontro com a mutabilidade, a escassez de informação e a existência de feedbacks ao longo das interações que ocorrem no desenvolver do processo, e que impedem que os agentes

¹⁸ Segundo o autor: "The costs of transacting arise because information is costly and asymmetrically held by the parties to exchange and **also because any way that the actors develop institutions to structure human interaction results in some degree of imperfection of the markets.** In effect, the incentive consequences of institutions provide mixed signals to the participants, **so that even in those cases where the institutional framework is conducive to capturing more of the gains from trade as compared to an earlier institutional framework, there will still be incentives to cheat, free ride, and so forth that will contribute to market imperfections.** Given the behavioral characteristics of human beings, there is simply no way to devise institutions that solve the complex exchange problems and at the same time are free of some incompatible incentives."

tomem uma decisão ótima. Como interpreta Gala (2003) a racionalidade ainda ocorreria quando, diante da incerteza da situação, a conduta tomada pelo agente for razoavelmente coerente com os fins a que se objetiva porque os agentes atuam considerando uma realidade subjetiva que tenta se aproximar da realidade.

Com esse intuito, North (1990) aponta que, em termos de teoria e performance econômica, as políticas institucionalmente estruturadas numa economia devem estar alinhadas aos seus objetivos. Dessa forma, a determinação institucional dos direitos de propriedade e condutas negociais no ambiente da Recuperação Judicial, permitem que haja uma ponte entre a esfera microeconômica, na qual a situação de escassez e de competição são manejados conforme o incentivo ao empresário dentro do cenário de informação incompleta; e a esfera macroeconômica, na qual a política adotada promove o incentivo para que a instituição atinja a performance demandada pela dinâmica do mercado.

Assim, o Estado passa a exercer um importante papel de definição das regras do jogo, especialmente porque é ele que detém maior controle sobre a compatibilização do sistema político e econômico, e por extensão, deveria estruturar as instituições formais que visam regulamentar as interações sociais, e em especial, a interação que os agentes têm na seara econômica.¹⁹

Com isso, nota-se a relação entre o desenvolvimento econômico e a instituição da Recuperação Judicial, justamente pois ela incorpora na economia a estabilidade necessária para que a interação de agentes possa se dar de modo compatível a política econômica do momento, sendo a preservação da empresa o princípio

¹⁹ North indica que: "Integrating institutional analysis into static neoclassical theory entails modifying the existing body of theory. **But devising a model of economic change requires the construction of an entire theoretical framework, because no such model exists. Path dependence is the key to an analytical understanding of long-run economic change.** The promise of this approach is that it extends the most constructive building blocks of neoclassical theory - both the scarcity/competition postulate and incentives as the driving force - but modifies that theory by incorporating incomplete information and subjective models of reality and the increasing returns characteristic of institutions. The result is an approach that offers the promise of connecting microlevel economic activity with the macrolevel incentives provided by the institutional framework. **The source of incremental change is the gains to be obtained by organizations and their entrepreneurs from acquiring skills, knowledge, and information that will enhance their objectives.** Path dependence comes from the increasing returns mechanisms that reinforce the direction once on a given path. Alterations in the path come from unanticipated consequences of choices, external effects, and sometimes forces exogenous to the analytical framework. Reversal of paths (from stagnation to growth or vice versa) may come from the above described sources of path alteration, but will typically occur through changes in the polity." (North, 1990, p. 112)

fundamental para que a maximização do bem-estar econômico possa ser concretizada.

Nesse sentido, parte-se da conceituação de Recuperação Judicial como um fenômeno processual norteado pela administração de interesses dos *stakeholders* que, quando frutífero, resulta na instituição de novas condições contratuais que passam a novar a dívida original do devedor (Klein e Costa, 2022). Para tanto, é indissociável a necessária negociabilidade que credores e devedores devem gozar para que as condições de pagamento sejam eficientes.

Há muita aplicação da contribuição teórica de Ronald Coase no contexto da Recuperação Judicial. Isto porque este cenário de negociação coletiva se traduz em diversos esforços empregados em prol da satisfação dos credores, cujo objeto é a definição de novos parâmetros de pagamento para uma obrigação contraída. Este esforço seria correspondente aos custos de transação²⁰, os quais referem-se ao dispêndio incorrido para que o adimplemento dos contratos seja consumado. Como ilustra Sztaján (2004):

“Em realidade, a ideia de custo de transação mostra-se ainda mais importante no plano das relações de consumo, dada a assimetria de informação. E também, em presença de contratos empresariais, **na maioria, de longa duração e de execução continuada, que se destinam a facilitar a organização da atividade; a manter estável a produção e a oferta de bens e serviços em mercados; à especialização de atividades; e, portanto, ao aumento das eficiências alocativa e produtiva.**” (Sztaján, 2004, p. 284)

Neste sentido, os custos de transação se traduzem no risco decorrente das incertezas contratuais e de natureza de estado da economia, especialmente diante da incompletude contratual inerente ao contexto de uma empresa em crise. Assim, considerando as disposições legais que regulamentam a Recuperação Judicial, Coase aponta que:

²⁰ “De modo a realizar as transações, necessita-se descobrir quem é a outra parte com a qual se deseja negociar, informar as pessoas acerca da disposição de negociar e em que termos, conduzir as negociações em direção à barganha, formular o contrato, empreender meios de inspeção para se assegurar que os termos do contrato estão sendo cumpridos, e assim por diante. Tais operações são, geralmente, extremamente custosas, suficientemente custosas para evitar a ocorrência de transações que seriam levadas a cabo em um mundo em que o sistema de preços funcionasse sem custos.” COASE, Ronald. *O problema do custo social*. *The journal of law and economics*, v. 3, n. 1, p. 12, 1960.

Por óbvio, se as transações ocorressem sem custos, tudo o que importaria (questões de justiça à parte) é que **os direitos das partes deveriam estar bem definidos e os resultados das ações judiciais passíveis de previsão.** Contudo, como temos visto, a situação é muito diferente quando as transações no mercado são tão custosas a ponto de tornar difícil mudar o arranjo de direitos estabelecido pela lei. Nesses casos, as cortes influenciam diretamente a atividade econômica. Destarte, seria desejável que as cortes pudessem entender as consequências econômicas de suas decisões e, contanto que seja possível sem que se crie muita incerteza acerca do posicionamento jurídico per se, tomassem-nas em consideração ao exercerem a jurisdição. Ainda quando se faz possível **alterar a delimitação legal de direitos através das transações no mercado, é obviamente desejável reduzir a necessidade de tais transações e, assim, reduzir o emprego de recursos em sua realização.** (Coase, 1960,p.13) – Grifo próprio

Este instituto, portanto, ao estabelecer as normas processuais da Recuperação Judicial, são definidas uma série de determinações a serem cumpridas para que as externalidades da insolvência sejam controladas. Dentre elas, a classificação de créditos, as formalidades para realização e homologação resultante da Assembleia Geral de Credores são meios que o legislador encontrou de estabelecer o controle de legalidade, protegendo com maior clareza quais são os direitos de propriedade de cada credor no contexto da insolvência.

No entanto, o intuito desta regulamentação não deve conferir o protagonismo da tomada decisão ao judiciário, mas tão somente permitir que exerça o controle de legalidade. Isto porque a Recuperação Judicial reserva aos credores a prioridade na negociabilidade da dívida, especialmente pois estes seriam os *players* mais qualificados para tanto (Klein e Castro, 2022). Como pontuam os autores:

“A superioridade informacional do Poder Judiciário com relação ao mercado em geral e aos credores em especial acerca da condição econômica e financeira da empresa e a sua viabilidade futura é pouco provável. Por exemplo, uma instituição financeira que realizou empréstimos à empresa costuma ter mais informações que o magistrado acerca da situação e da perspectiva futura do referido agente econômico. Além de não possuir dados confiáveis sobre a efetiva situação econômica da empresa Recuperanda, o

órgão jurisdicional costuma ter menos informações sobre perspectivas futuras do mercado em geral do que os agentes econômicos – que fazem parte deste mercado. Ademais, a decisão pela viabilidade econômica da empresa Recuperanda é irreversível, uma vez que **a posterior comprovação de que foi imposta judicialmente a recuperação de uma empresa inviável não poderá ser revista de forma a que seja possível voltar ao status quo ante**”(Klein e Castro, 2022, p.129) – Grifo próprio.

Considerando este raciocínio, e, dado o respaldo de Knight (1921)²¹ e Coase (1960), a assimetria de informação é um dos agravantes dos custos de transação visto que a maior incerteza passa a ser incorporada aos dispêndios necessários à operação, com a intenção de suprir as eventuais lacunas contratuais.

Em relação aos contratos, sintetiza Sztajan (2004):

“O instituto jurídico contrato é instrumento que se destina a assegurar a regular e pacífica circulação da riqueza; a evitar a violência na alocação eficiente dos bens na economia; e a promover sua transferência entre pessoas de forma lícita, uma vez que obriga as pessoas por suas declarações ou promessas. Para obter qualquer bem pertencente a outrem as pessoas recorrem ao contrato. Por isto ele aparece na ciência econômica ao **lado do direito de propriedade, como instituições sociais desejáveis.**” (Sztajan, 2004, p.286). – Grifo próprio.

Nesse sentido, dentro do contexto desta negociação coletiva cujo resultado almejado é a aprovação e homologação do Plano de Recuperação Judicial, o qual irá definir as novas condições de pagamento de cada crédito, a Recuperação Judicial reúne importantes faces teóricas de Coase. Ao mesmo tempo, ela cria um ambiente deliberativo de credores e devedores, amplo e voltado a redução da assimetria de informação, ela também tem um papel crucial no que tange a determinação de direitos de propriedade, exercido desde a classificação de créditos, até a formalização de garantias e privilégios ao longo das negociações desenvolvidas ao longo do processo.

²¹ “*With uncertainty entirely absent, every individual being in possession of perfect knowledge of the situation, there would be no occasion for anything of the nature of responsible management or control of productivity*” (Knight, 1921, p. 267).

É, portanto, que se justificaria o fundamento econômico por trás da Recuperação Judicial. Trata-se de uma ação que visa reduzir os custos de transação de uma complexa negociação à coletividade de credores, que por demandar uma análise econômica precisa, se tornaria excessivamente custosa a cada credor se este tivesse de definir direitos de propriedade e de lidar com assimetrias de informação isoladamente.

Já em relação à reestruturação propriamente dita, a legislação indica diversas formas de como o devedor pode ter êxito na reestruturação, e confere aos credores a oportunidade de discuti-las em Assembleia Geral de Credores quando deliberada a aprovação do Plano de Recuperação Judicial. Com isso, não apenas é conferida maior segurança jurídica em relação a atuação da Recuperanda após a homologação, como também os meios de recuperação selecionados tenderão a ter maior eficiência em função da redução de assimetrias de informação.

Dessa forma, pelas pautas da teoria e analisando alternativas previstas pela lei original para a efetivação da Recuperação Judicial, é possível verificar uma estreita conexão com os fundamentos da microeconomia, a qual também será explorada em relação às modificações desta redação original.

2.4.2 DA MICROECONOMIA DA LEI 14.112/2020 E A ESTRUTURAÇÃO INSTITUCIONAL DE REGRAS EM PROL DA REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

A nova redação da Lei 11.101/2005 trouxe uma série de alterações processuais e econômicas ao instituto da Recuperação Judicial, especialmente no que se refere à estruturação de um ambiente negocial; as novas regras de financiamento e a concessão de um maior *Stay Period* a Recuperanda.

A inovação de 2020 ampliou ainda mais a negociabilidade da Recuperação Judicial. Isto se extrai tanto da nova seção II-A, que versa a respeito das conciliações e das mediações antecedentes ou incidentais aos processos de recuperação judicial;

quanto pela possibilidade de apresentação de um Plano Alternativo por parte dos credores.²²

No entanto, para a prática, a relevância deste incentivo a conciliação e mediação no cenário de insolvência se dá em especial em razão do artigo 20-B²³, o qual incentiva a negociação espontânea sobre questões antecedentes e incidentais a Recuperação Judicial. O inciso I trata da possibilidade de incentivo à negociação interna entre sócios e devedores a respeito da medida de insolvência a ser tomada, assim como a credores extraconcursais e não sujeitos ao feito. Segundo Sacramone (2022), esta seria uma boa forma de levar a negociação aos que se excluem da negociação coletiva, colaborando para que uma solução ótima seja atingida.

Segundo o autor:

“A deliberação sobre a melhor solução possível no plano de recuperação judicial para superar a crise econômica que afeta a atividade do devedor é o cerne do processo de recuperação judicial e poderá ser aprimorada pela mediação e conciliação entre os agentes.” (Sacramone, 2022, p.160).

Mas para além desta medida, a nova redação da Lei possibilita, conforme o §4º-A do artigo 6º e o §4º do artigo 56, a apresentação de um plano alternativo ao apresentado pelo(s) credor(es)²⁴ caso não haja a deliberação ou aprovação de um

²² A questão do fomento da autocomposição é uma das tendências adotadas pelo Código de Processo Civil de 2015 e está alinhada ao entendimento jurisprudencial do Superior Tribunal de Justiça, conforme o Enunciado 45 da I Jornada Prevenção e Solução Extrajudicial de Litígios, o qual postula que: “a mediação e conciliação são compatíveis com a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.”

²³ “Art. 20-B. Serão admitidas conciliações e mediações antecedentes ou incidentais aos processos de recuperação judicial, notadamente: I - nas fases pré-processual e processual de **disputas entre os sócios e acionistas de sociedade em dificuldade ou em recuperação judicial, bem como nos litígios que envolverem credores não sujeitos à recuperação judicial**, nos termos dos §§ 3º e 4º do art. 49 desta Lei, ou **credores extraconcursais**; II - em conflitos que envolverem concessionárias ou permissionárias de serviços públicos em recuperação judicial e órgãos reguladores ou entes públicos municipais, distritais, estaduais ou federais; III - na hipótese de haver créditos extraconcursais contra empresas em recuperação judicial durante período de vigência de estado de calamidade pública, a fim de permitir a continuidade da prestação de serviços essenciais; IV - na hipótese de negociação de dívidas e respectivas formas de pagamento entre a empresa em **dificuldade e seus credores, em caráter antecedente ao ajuizamento de pedido de recuperação judicial**.

²⁴ Carece de clareza a forma a qual este plano deverá ser apresentado. Segundo Diniz (2022) uma “dúvida que vem sendo levantada na doutrina é a hipótese do plano do devedor não ser objeto de deliberação pelos credores dentro do stay period, se deveria ser convocada uma assembleia-geral de credores para votar sobre a apresentação de plano alternativo ou se qualquer credor poderia apresentar

plano ofertado pela devedora, em que este(s) terá(ão) a possibilidade de apresentar uma alternativa. Esta inovação representa uma importante fomento à negociação no rito recuperacional²⁵.

Se observadas tais mudanças da perspectiva de North e Coase, exploradas na seção 2.4.1, o Estado passa a formalizar uma nova instituição estabelecendo com maior clareza quais são as regras que irão reger a interação econômica entre credores e devedores, que por sua vez, terá menores custos de transação e mais eficiência em face da maior celeridade e segurança quando se trata de uma negociação em cenário de insolvência

Assim, uma vez apresentado o plano pelos próprios credores, são esclarecidas aos *players* quais as pretensões em relação à forma de pagamento esperada do devedor e quais os meios de reestruturação que mais interessam aos que buscam a quitação de seu crédito.

Foi demonstrado anteriormente na seção 2.3 que a gestão de caixa é fundamental para que a reestruturação tenha êxito. Percebida a dificuldade de executá-la, a lei 14.112/2020 passou a prever a possibilidade de prorrogação do período de proteção da Recuperanda contra execuções para além dos 180 dias, uma vez, por igual período na como disciplina a nova redação do artigo 6º, §4º. Essa possibilidade é conferida ao devedor de boa-fé, que, ciente do ônus dos encargos decorrentes da duração do processo, poderá gozar de uma maior lapso temporal blindado de execuções, sendo a análise de cada caso fundamental para que essa concessão seja pertinente (Diniz, 2022; Cramês e Ribeiro, 2016).

Com isso, como afirma Didier Jr.:

um plano alternativo nessa situação, desde que dentro do prazo. Ocorre que, durante o período de 30 dias contados do fim do stay period, a apresentação de plano alternativo pelos credores é incerta (caso não tenha sido manifestada expressamente durante o stay period), pois não há previsão de deliberação pelos credores sobre a concessão de prazo para tanto na legislação, diferentemente do que ocorre na quando o plano é rejeitado na assembleia-geral. (GARCIA, 2019)” (Diniz, 2022, p.825).

²⁵ Conforme Costa e Melo (2021), a maior atividade de credores no âmbito processual, consolidada na doutrina como princípio da participação dos credores, possibilita uma maior harmonia entre os diversos interesses presentes.

“Na recuperação judicial, impedir que o credor persiga ou obtenha a tutela individual do seu crédito significa mantê-lo no jogo de barganha negocial existente para todos os demais credores submetidos ao concurso, evitando que ele possa exerça pressão injustificada sobre o devedor no ambiente de negociação do plano de recuperação ou usufrua de alguma benesse, cuja racionalidade econômica não seja extensível aos demais em iguais condições.” (Didier Jr, 2022, p.4)

Desse modo, a inovação trazida pela Lei 14.112/2020 possibilita ao devedor a manutenção das condições que o permitem realizar seu soerguimento, mas sem que esta prorrogação temporal se torne uma mera comodidade. Com isso, o gargalo operacional da gestão de caixa pode ser manejado de forma mais eficiente, possibilitando que os pagamentos aos credores continuem sendo cumpridos sem desestabilizar a Recuperanda ainda em busca de um equilíbrio.

Isto porque, novamente, de uma perspectiva institucional, a inovação da lei traz consigo novos parâmetros de conduta que melhor definem os direitos e deveres da Recuperanda e dos credores neste contexto, permitindo que mais transações sejam feitas neste âmbito, assim como os mecanismos em prol do cumprimento do Plano de Recuperação Judicial são capazes de se refletir uma redução dos custos de transação. Desse modo, mesmo diante dos diversos choques que a economia brasileira contemporânea tem sofrido, esta instituição atualiza-se a fim de prover a estabilidade necessária ao sistema. Logo, como aponta North (1990):

“The specific innovations and particular institutional instruments evolved as a result of **the interplay of two fundamental economic forces**. One was the **economies of scale associated with a growing volume of trade**, the other was the **development of improved enforcement mechanisms that made possible the enforcement of contracts at lower costs**.” (North, 1990, p.127)

Dessa forma, as alterações da Recuperação Judicial concretizam a interação destas duas grandes forças econômicas. Da perspectiva microeconômica, os meios propostos pela Lei são justamente os que fomentam as economias de escala para otimização produtiva; ao passo que a Recuperação Judicial, como mecanismo

estrutural de negociação coletiva permite que haja maior credibilidade em relação ao cumprimento do Plano de Recuperação evitando maiores custos de transação.

Dessa forma, estas foram algumas principais mudanças trazidas pela Lei 14.112/2020 que guardam maior relação com o processo de reestruturação, e que por serem ainda recentes, ainda se acomodam ao ordenamento jurídico brasileiro e requerem amadurecimento para que sua eficiência seja otimizada.

No entanto, empresas de tamanho expressivo já gozam das novas possibilidades legais, tais como se verificou nos processos da Oi, Samarco e Livrarias Saraiva. A seguir, será brevemente explorado como a Samarco fez a aplicação das novidades da LRJF.

3. ESTUDO DE CASO – DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA SAMARCO

Complementando a revisão bibliográfica, esta breve análise do processo de Recuperação Judicial da Samarco visa concretizar o exposto ao longo da revisão bibliográfica. Cabe desde já o destaque às limitações deste estudo. No caso, o que se quer demonstrar é a forma como esta Recuperanda utilizou as mudanças institucionais em seu processo de reorganização. A avaliação da forma como ela ocorreu para atestar de ela foi de fato benéfica a sociedade poderá ser discutida em outra oportunidade de pesquisa.

Operando desde 1973, a Samarco se posiciona no Brasil como uma das maiores mineradoras do país, movimentando com destaque o nível de importação de minérios, cumprindo uma expressiva contribuição tributária e gerando emprego. Na petição inicial do Pedido de Recuperação Judicial, a empresa afirma que *“no auge de sua atividade, a Samarco contribuía diretamente com cerca de 6,4% do PIB do Estado do Espírito Santo e 1,5% do PIB do Estado de Minas Gerais, conforme relatório bienal de 2015-2016”*.

Já em relação a sua contribuição, afirma que:

“Para o mesmo ano de 2014, foram pagos aproximadamente R\$ 652 milhões em impostos federais e R\$ 50,2 milhões de impostos aos municípios de atuação direta no Estado do Espírito Santo e no Estado de Minas Gerais pela Companhia, sendo que em impostos estaduais obteve crédito no montante de R\$ 104,5 milhões, superando os

impostos recolhidos.” (Processo 5046520-86.2021.8.13.0024, mov. 1, p.5)

E em relação ao emprego gerado, a Samarco, entre 2016 e 2016, foi capaz de criar 3.000 empregos diretos e 3.500 indiretos.

Nesse sentido, a empresa indica no documento como sua operação ia de encontro à função social da firma. Porém, segundo a Recuperanda, com o rompimento da barragem de Mariana, não apenas a operação foi severamente afetada, como todos os encargos do acidente inviabilizaram o curso normal de sua atividade²⁶. Após o ocorrido, a empresa aderiu a diversos acordos e adequações a Termos de Ajustamento de Conduta, mas seu desempenho ainda era desproporcional em face das obrigações então contraídas, levando-a à insolvência.

Assim, pedido feito requeria a Recuperação Judicial para que o cumprimento pleno das obrigações socioambientais pudesse ser efetivado, conjuntamente a sua preservação. Após o deferimento deste, é possível verificar que os players não tardaram em usufruir das alterações legais promovidas pela lei 14.112/2020, vez que a Samarco fez o uso da tentativa de mediação; requereu a expansão do *Stay Period*; indicou os meio de reestruturação operacional previstos na Lei e os credores ainda apresentaram o Plano Alternativo.

Já no primeiro plano apresentado, a Recuperanda indicava o uso do financiamento com devedor em posse para tomada de empréstimo de 225 milhões de dólares para financiar reestruturar o caixa da empresa, atrelando a necessidade de empréstimos à flutuação do preço do minério. Ao estabelecer tal parâmetro, a empresa buscou compatibilizar as eventualidades mercadológicas a sua necessidade de captação da forma mais eficiente o possível

²⁶ Segundo a empresa, “o rompimento ocasionou a suspensão de licenças operacionais da Samarco e, irresistivelmente, comprometeu a geração de receitas pela companhia (desde novembro de 2015), já que as vendas de produtos foram também paralisadas com o fim dos estoques. Além disso, as medidas de reparação, as ações judiciais (nas quais também foram já impostos bloqueios de conta bancária e obrigações de prestação de garantias), o cumprimento dos acordos, dentre outros fatores, comprometeram, significativamente, o fluxo de caixa da companhia e exigem o dispêndio de vultuosos valores. Não há dúvidas, portanto, de que a Requerente foi impedida de fazer frente às suas obrigações, tendo sido obrigada a adotar estratégia de obtenção de novos financiamentos de suas despesas ordinárias e extraordinárias” (Processo 5046520-86.2021.8.13.0024, mov. 1, p.9)

No mesmo feito, apesar da Samarco ter apresentado o Plano de Recuperação Judicial e deste ter sido modificado diversas vezes ao longo do processo, seus credores fizeram o uso da nova possibilidade de apresentação de Plano Alternativo prevista pelo §4º do artigo 56 da LFRJ. Neles, credores como a Ultra NB e os Sindicatos expuseram seus interesses e alternativas para solucionar conflitos entre acionistas. No Plano Alternativo proposto pelo Sindicato Dos Trabalhadores Nas Indústrias Metalúrgicas, Mecânicas, Materiais Elétricos E Materiais Eletrônicos Do Espírito Santo – Sindimetal, estes fizeram o uso da petição para esclarecer que:

os credores, sobretudo os Credores Proponentes, não devem permitir que a Samarco embarque em uma aventura, pautada em planos de negócios agressivos e economicamente inviáveis, que colocam em risco as operações da Recuperanda e, conseqüentemente, os direitos de todos os interessados na manutenção da atividade econômica da Samarco. E muito menos podem permitir que esse processo sirva, exclusivamente, para a defesa dos interesses de um único grupo de credores da Samarco que, até então nesse processo, nada mais revelou senão busca lucrar com a crise econômico-financeira em que se encontra a Recuperanda, tal como os credores financeiros (“Fundos”), cujos votos foram determinantes para a não aprovação declarada pelo ilustre Administrador Judicial em AGC realizada em 18 de abril de 2022. (Processo, Num. 9462164000, p.14).

Nessa senda, após exposta tal preocupação, os meios de recuperação judicial propostos versavam a respeito da:

“(i) reestruturação de seu endividamento, com alterações de prazo, condições, encargos e da forma de pagamento dos Créditos Concurais; (ii) emissão de Títulos de Dívida Sênior (a) para fins da Nova Captação e o cumprimento de determinadas Obrigações Pós-Pedido, e (b) *em pagamento de determinados Créditos Concurais, por meio da emissão dos Títulos de Dívida Sênior; sendo certo que a emissão dos Títulos de Dívida Sênior, na forma deste Plano, é pressuposto de viabilidade da Recuperação Judicial; e (iii) concessão de garantias aos empregados da Samarco.*” (Processo 5046520-86.2021.8.13.0024, Num. 9462164000, p.142).

Nota-se, portanto, a estreita relação entre as alterações voltadas ao estancamento de caixa e o processo de reestruturação, conforme o exposto na revisão

bibliográfica. Dessa forma, se verifica que a maior participação de credores na esfera negocial possibilitou uma maior deliberação a respeito da administração da empresa em crise, e a então mencionada complicação da Teoria da Maximização de Lucros decorrente do conflito entre sócios, credores e acionistas teve maior oportunidade de averiguação, e que somente conseguiram efetivar a negociação pois o arcabouço institucional foi bem estruturado.

A Samarco ainda fez o uso da prorrogação do *Stay Period* por mais 180 dias como permite a nova redação da Lei 11.101/2005. No teor da decisão que a deferiu, o magistrado pontua que, apesar de os requisitos para que a Recuperanda se sujeitasse ao *Cram Down*²⁷ não estarem cumpridos, com a apresentação do plano alternativo e a inexistência de má-fé por parte da devedora em relação ao decurso temporal da ação, o *Stay Period* foi mantido por mais 180 dias. Com a renovação deste alívio à Recuperanda, as negociações se mantiveram ativas, tal como a operação da empresa.

Isto possibilitou posteriormente diversas discussões ao longo do processo de Recuperação da Samarco, no qual houve o uso prático da mediação como tentativa de se atingir uma melhor solução à coletividade de credores. Através de um Plano de Mediação, credores nacionais e internacionais tiveram a oportunidade de tratar questões inerentes ao soerguimento da Samarco. Ainda que esta não tenha sido frutífera, o espaço deliberativo criado enriqueceu as negociações, especialmente por permitir que credores com o acesso dificultado participassem ativamente da tomada de decisão acerca da reestruturação.

Com a negociação em curso, o que se destacar com o caso da Samarco é a importância de sua preservação. Além da dinamização da atividade econômica, da contribuição tributária que esta gera e dos empregos que ela oferta, há de se relembrar

²⁷ A qual se refere a concessão da Recuperação Judicial quando o plano que não obteve aprovação na forma do art. 45 desta Lei, mas que, na mesma assembleia, tenha obtido, de forma cumulativa: I – o voto favorável de credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes à assembleia, independentemente de classes; II - a aprovação de 3 (três) das classes de credores ou, caso haja somente 3 (três) classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos 2 (duas) das classes ou, caso haja somente 2 (duas) classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos 1 (uma) delas, sempre nos termos do art. 45 desta Lei ou III – na classe que o houver rejeitado, o voto favorável de mais de 1/3 (um terço) dos credores, computados na forma dos §§ 1º e 2º do art. 45 desta Lei, como prevê o §1º do artigo 58 da LFRJ.

que muitos credores da empresa são aqueles cujo crédito é de natureza indenizatória. Ou seja, com a falência da Samarco, a perda destes créditos se reverteria como uma externalidade negativa em face dos que já haviam sido alvo de externalidades negativas anteriores. Assim, o caso demonstra a forma como a Recuperação Judicial como instituto pode conectar o âmbito microeconômico a um nível mais amplo a fim de se atingir o princípio da preservação da empresa e da função social da firma, por meio da consolidação de novas regras de conduta entre agentes econômicos que vão de encontro ao princípio da manutenção da empresa e da função social da firma.²⁸

Dessa forma, ainda que não encerrado, o caso da Samarco ilustra como as inovações legais exploradas ao longo desta monografia soam praticáveis, e como estas podem conferir maior eficiência tanto em relação ao processo propriamente dito de reestruturação, quanto a redução de assimetria o sistema e a negociabilidade entre os *players*, por meio de uma racionalidade que apesar de mais flexível que a cunhada pela neoclássica, é de extrema empregabilidade num cenário de risco e incertezas.

Assim, o que se extrai do caso da Samarco é que a Recuperação Judicial está condicionada ao cumprimento dos ajustes de conduta ambiental, sendo que até o fim de 2022, a empresa era geradora de 9.000 empregos, dos quais 1.500 eram de contratação própria. Em relação a arrecadação promovida, da retomada de atividades em 2020 até junho de 2022, cerca de R\$ 1,6 bilhão foi pago ao fisco.

Isto não quer dizer que a Recuperação Judicial é um sistema perfeito, e tampouco que ela seria a solução ótima para todos os casos de insolvência. A análise feita não permite concluir se a Recuperação Judicial da Samarco apresentou resultados superiores aos que poderiam ter sido obtidos se houvesse sua liquidação. O objetivo com esse estudo de caso foi somente demonstrar como a força institucional da Recuperação Judicial pode ser empregada em um ambiente negocial complexo de informação assimétrica.

²⁸ Como contexto mais amplo, ressalta North (1990) ao afirmar que “By ideology I mean the subjective perceptions (models, theories) all people possess to explain the world around them. Whether at the microlevel of individual relationships or at the **macro level of organized ideologies providing integrated explanations of the past and present, such as communism or religions, the theories individuals construct are colored by normative views of how the world should be organized.**” (North, 1990, p. 23)

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Partindo do conceito de Recuperação Judicial, e passando pelas etapas do processo de reestruturação com base na teoria microeconômica, esta monografia teve o objetivo de estudar e demonstrar o impacto econômico que a legislação e suas modificações geram a sociedade, mas sem esgotar a temática.

A substituição da Concordata por este instituto se mostra mais coerente ao mercado e aos princípios da preservação da empresa e de sua função social. Isto porque a Recuperação Judicial é capaz de institucionalizar o procedimento de reestruturação ao sugerir formas de soerguimento à empresa em crise e de viabilizar um ambiente negocial de legalidade controlada. Estas formas de reestruturação sugeridas pela lei, além de possuírem relação com a Teoria da Produção, dos Custos e da Maximização dos Lucros também se mostram condizentes com a ideia da negociação coletiva em um ambiente de informação imperfeita e com custos de transação.

Isto porque o arranjo institucional da Recuperação Judicial confere maior oportunidade de participação dos credores, que poderão negociar de forma mais precisa quais as melhores alternativas para que a empresa possa superar a crise, avaliando desde a reestruturação societária e administrativa até as formas de financiamento cabíveis a Recuperanda, fazendo com que as condutas negociais neste ambiente estejam a par tanto do desenvolvimento econômico quanto da dinâmica organizacional da sociedade.

Depois de contextualizado o âmbito econômico do cenário da insolvência, algumas das alterações trazidas pela lei 14.112/2020 tiveram seu fundamento econômico explorado. Foi identificada uma relação entre o raciocínio coaseano e as novas diretrizes legais da Recuperação Judicial, pois há uma melhor delimitação dos direitos de propriedade e a redução da assimetria de informação, em especial no que se refere a redução dos custos de transação da negociação coletiva, considerando que neste ambiente há falhas de mercado que poderiam dificultar a maximização do bem-estar econômico da sociedade.

Para tanto, o incentivo a mediação e conciliação entre credores e devedor trazido pela nova redação da Lei, bem como a possibilidade de apresentação de um

plano alternativo pelos próprios *stakeholders* se mostra coerente a busca pela pactuação da novação da dívida da devedora e consoante aos princípios de preservação da empresa e da função social da firma.

Já a ampliação do *Stay Period* ampliou os efeitos da Recuperação Judicial, tanto por viabilizar uma melhor gestão de caixa decorrente da suspensão das execuções contra a Recuperanda, como também possibilita que o devedor não seja pressionado pelo fim deste lapso temporal, permitindo que as negociações em curso possam ser mantidas.

No mais, a preservação da empresa no mercado – como no caso da Samarco por meio da Recuperação Judicial, é, portanto, uma forma de se aumentar o bem-estar econômico da população, tanto pela preservação do emprego, como da contribuição tributária e da atividade econômica, mas em especial, da responsabilidade social que cada empresa representa no país, o que se pode ver com a necessidade do cumprimento do TAC, previsto no plano de recuperação da Samarco.

O que se nota é que a substituição da instituição da Concordata pela da Recuperação Judicial além de aproximar a legislação da teoria microeconômica, possui relação com a teoria institucionalista de Douglass North, e que, portanto, é possível identificar a relação da performance econômica e a importância dos arranjos institucionais em mercados de incerteza e assimetria de informação.

Com tais exposições, nota-se que o sistema recuperacional brasileiro deu um importante passo em direção ao aprimoramento da racionalidade econômica no contexto judicial. Conforme o consolidar deste instituto, seu impacto poderá ser alvo de novas análises econômicas do direito recuperacional, para que a eficiência deste modelo possa ser continuamente maximizada.

Por fim cabe ressaltar que, por mais que esta racionalidade possa ser identificada, ela não necessariamente se reproduz automaticamente na prática, sendo fundamental a continuidade da pesquisa na área.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Ketlen Tyeren de. **A recuperação judicial como mecanismo de proteção à atividade econômica brasileira.** 2021.

ALMEIDA, Thalita; DE ASSUNÇÃO ALVES, Alexandre Ferreira; GONÇALVES, Rubén Miranda. **FINANCIAMENTO DO DEVEDOR EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL E OS IMPACTOS DA PANDEMIA DO COVID-19 PARA O EMPRESÁRIO BRASILEIRO.** Revista Jurídica, v. 2, n. 64, p. 203-234, 2021.

ALMEIDA, Maria Teresa Margarido de. **Reestruturação de empresas.** 2013. Tese de Doutorado.

ARAÚJO, Aloísio. **As leis de falência: uma abordagem econômica. Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil.** Brasília, 2002.

ASSIS, L. M.; MARTINS, M. A. dos S. **Aplicação do termômetro de Kanitz a partir da evidenciação de indicadores econômico-financeiros de empresas listadas na BM&FBOVESPA.** RGSN - Revista Gestão, Sustentabilidade e Negócios, Porto Alegre, v. 5, n. 1, p. 62-80, jun. 2017.

BATALHA, Sara Costa Cunha. **A responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de boa-fé: a importância de uma due diligence.** Orientador: Miguel Carlos Teixeira Patrício. 2016. 126 f. Dissertação em Mestrado – Mestrado Profissionalizante em Direito e Economia, Faculdade de Direito Universidade de Lisboa, Lisboa, 06 de maio de 2019.

BARUFALDI, Wilson A. **Releitura dos conceitos-chave para e na recuperação judicial: empresário, sociedade empresária, empresa e estabelecimento.** Revista Síntese - Direito empresarial, 2012, 27: 98-121.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Nova Lei de Recuperação e Falências comentada. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.** BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Nova Lei de Recuperação e Falências comentada. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A prorrogação do stay period: análise jurisprudencial.** Revista Semestral de Direito Empresarial (UERJ), Rio de Janeiro, n. 19, p. 19-48. Jul / Dez. 2016.

COASE, Ronald. **O problema do custo social.** Trad. Francisco Kümmel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. Revista de Direito Público da Economia–RDPE, Belo Horizonte, ano, v. 7, p. 135-191, 1960.

COELHO, Fábio Ulhoa **Manual de direito comercial : direito de empresa /** Fábio Ulhoa Coelho. – 23. ed. – São Paulo : Saraiva, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Princípios do direito comercial.** São Paulo: Saraiva, 2012.

COSTA, Ana Carla Abrão et al. **Sistemas legais de insolvência, incentivos e mercado de crédito: uma abordagem institucional.** ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, v. 32, 2004.

COSTA, Daniel Carnio e MELO, Alexandre Nassar de. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** Curitiba: Juruá, 2021.

CUNHA, Moisés Ferreira da. **Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro.** 2011. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

DA SILVEIRA FILHO, Mario Megale. **Visão histórico-evolutiva do Direito Recuperacional.** 2011.

DAMODARAN, Aswath. - **Avaliação de empresas.** 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DALLAVALLE, Agostinho. **Turnaround empresarial: uma abordagem estratégica.** 2006.

DIDIER JR, Fredie; EID, Elie Pierre; DE ARAGÃO, Leandro Santos. **RECUPERAÇÃO JUDICIAL, EXECUÇÃO FISCAL, STAY PERIOD, COOPERAÇÃO JUDICIÁRIA E PRESERVAÇÃO DA EMPRESA: COMPREENDENDO O § 7º-B DO ART. 6º DA LEI 11.101/2005.** Revista de Processo| vol, v. 323, 2022.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro: direito de empresa.** 13 ed. São Paulo: Saraiva, vol. 8, 2021.

DINIZ, Maria Helena; SANTIAGO, Mariana Ribeiro. **OS IMPACTOS DA LEI 14.112/2020 NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL**. Revista Argumentum-Argumentum Journal of Law, v. 23, n. 3, p. 803-834, 2022.

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Nova Lei de Falência e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2005

GALA, P.. **A teoria institucional de Douglass North**. Brazilian Journal of Political Economy, v. 23, n. 2, p. 276–292, abr. 2003.

GUIZZO, Pedro. Turnaround: os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso. São Paulo, 2020

KERSTENETZKY, Jaques. **Organização Empresarial em Alfred Marshall. Estudos Econômicos** (São Paulo), v. 34, p. 369-392, 2004.

KLEIN, Vinícius; CASTRO, Eduardo. **Os Poderes do Juiz no Processo de Recuperação Judicial e a Suspensão da Execução Fiscal da Empresa em Crise: Uma Análise Econômica**. Economic Analysis of Law Review, v. 13, n. 2, p. 118-134, 2022.

LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo Goulart. **A nova Lei de Recuperação de Empresas: uma análise em favor de maior eficiência e menor assimetria de informações**. 2022

LISBOA, Marcos de Barros et al. A racionalidade econômica da nova lei de falências e de recuperação de empresas. **Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas**. São Paulo: Quartier Latin, p. 63-121, 2005.

MARZAGÃO, Lídia V.. **A recuperação judicial**. In **Comentários à nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. MACHADO, R. Approbato (coord.). São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MANKIWI, Gregory. **Introdução à Economia**. 6ª ed. São Paulo, Cengage, 2016.

MILANESE, Salvatore. **Reestruturação de Empresas: Como Recuperar e Reerguer Negócios**. São Paulo. Matrix, 2016

MINAYO, Maria Cecilia de Souza. **O desafio do conhecimento**. São Paulo. Hucitec, 1993.

NEGRÃO, Ricardo José. **Curso de direito comercial e de empresa: recuperação de empresas, falência e procedimentos concursais administrativos**. 13 ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2019.

NICHOLSON, W.; SNYDER, C. **Teoria Microeconômica: Princípios Básicos e Aplicações**. 12ª edição, Cengage Learning, 2018, p. 208-260

NORTH, Douglass C. **Institutions, institutional change and economic performance. - (Political economy of institutions and decisions)**. Economics. Theories I. Title II. Series 33°·155, 1990

POSSAS, Maria Silvia. **Concorrência e Competitividade: Notas Sobre Estratégia e Dinâmica Seletiva na Economia Capitalista**. Tese de doutorado. UNICAMP, 1993.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSAS, Fábio e OLIVEIRA, Daniel C. P. de. **Reflexões sobre o novo CPC e a recuperação judicial das empresas**. In **Contencioso empresarial na vigência do novo CPC**. Carlos David A. Braga e outros (coord.). Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.

SACRAMONE, Marcelo B. **Comentários à Lei Recuperação de Empresas e Falência**. [Digite o Local da Editora]: Editora Saraiva, 2022. *E-book*. ISBN 9786553622531.

Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#!/books/9786553622531/>. Acesso em: 25 set. 2022.

SANTIAGO, Mariana Ribeiro e CAMPELLO, Livia Gaigher Bósio. **Função social e solidária da empresa na dinâmica da sociedade de consumo**. Scientia Iuris, Londrina, v.20, n.1, p.119- 143, abr.2016.

SANTOS, Victoria Rachel Lima. **Análise histórica acerca do instituto da recuperação judicial: considerações sobre a origem da concordata e a chegada da lei no 14.112/2020**. 2021. 73 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa, Brasília, 2022.

SILVA, E. L., MENEZES, E. M. (2000) **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. Programa de Pós Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2000, 118p.

SILVEIRA FILHO, Mario Megale da. **Visão histórico-evolutiva do Direito Recuperacional**. Revista Fafibe, São Paulo, v. , n. 4, p.1-14, 30 mar. 2011

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência : Lei 11.101/2005**; São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2007.

SZTAJN, Rachel. A incompletude do contrato de sociedade. **Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo**, v. 99, p. 283-302, 2004.

SZWARCFITER, Cláudio; DALCOL, Paulo Roberto T. **Economias de escala e de escopo: desmistificando alguns aspectos da transição**. Production, v. 7, p. 117-129, 1997.

VERGARA, Sylvia C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3.ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2000.