

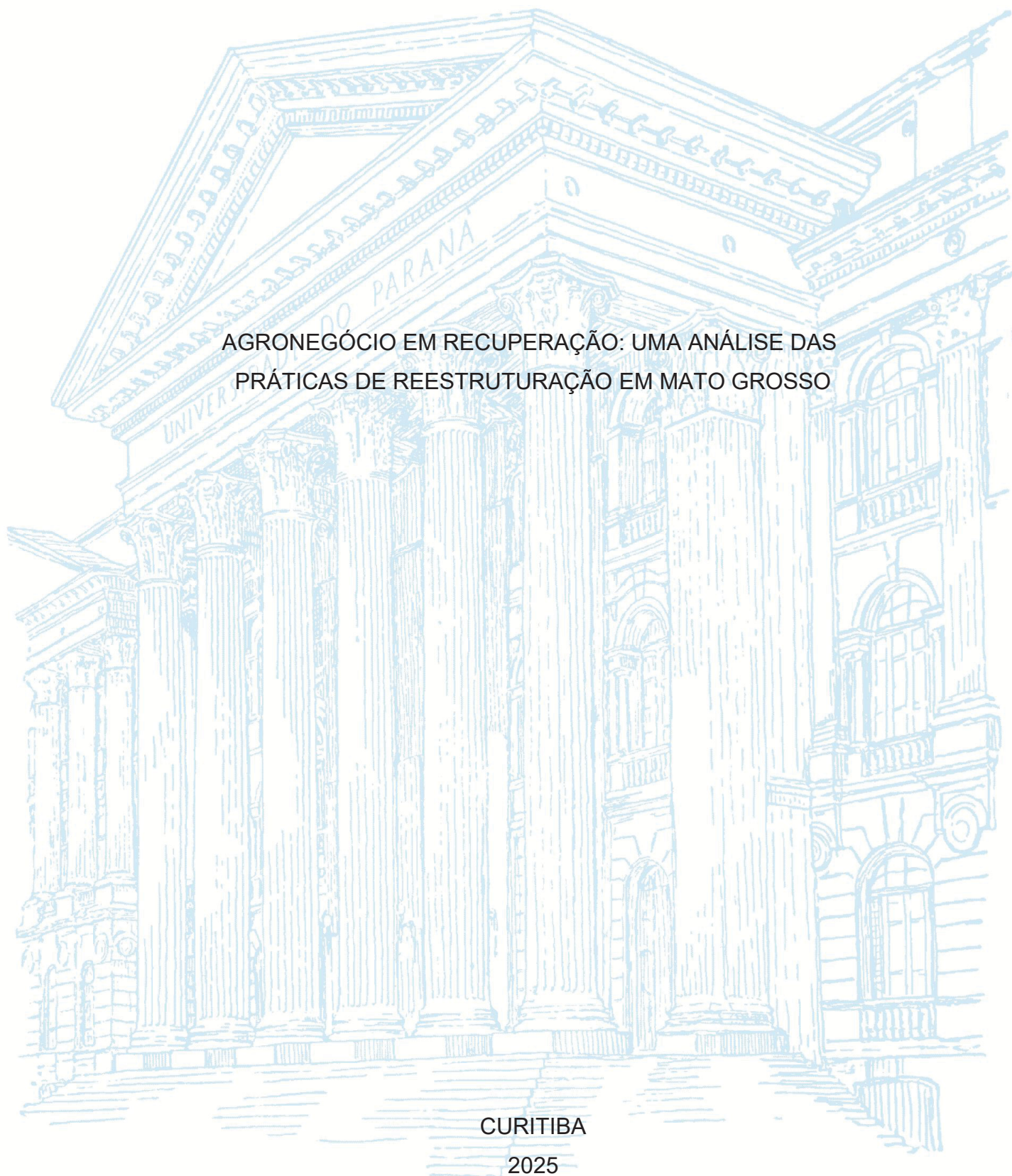
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

OTÁVIO AUGUSTO BAPTISTA DA LUZ

AGRONEGÓCIO EM RECUPERAÇÃO: UMA ANÁLISE DAS
PRÁTICAS DE REESTRUTURAÇÃO EM MATO GROSSO

CURITIBA

2025



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
OTÁVIO AUGUSTO BAPTISTA DA LUZ

AGRONEGÓCIO EM RECUPERAÇÃO: UMA ANÁLISE DAS
PRÁTICAS DE REESTRUTURAÇÃO EM MATO GROSSO

Dissertação apresentada ao Programa Profissional de Pós-Graduação em Economia, Setor de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Professor: Prof. Dr. Vinicius Klein

CURITIBA
2025

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIA SOCIAIS APLICADAS

Luz, Otávio Augusto Baptista da
Agronegócio em Recuperação : uma análise de reestruturação
em Mato Grosso / Otávio Augusto Baptista da Luz. – Curitiba, 2025.
1 recurso on-line : PDF.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Setor
de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em
Economia.

Orientador: Prof. Dr. Vinicius Klein.

1. Economia. 2. Agricultura - Brasil. 3. Crises financeiras. 4.
Desenvolvimento rural – Mato Grosso. I. Klein, Vinicius. II.
Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em
Economia. III. Título.

Bibliotecário: Nilson Carlos Vieira Junior - CRB-9/1797



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO ECONOMIA -
40001016051P7

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação ECONOMIA da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **OTÁVIO AUGUSTO BAPTISTA DA LUZ**, intitulada: **Agronegócio em Recuperação: uma análise das práticas de reestruturação em Mato Grosso**, sob orientação do Prof. Dr. VINICIUS KLEIN, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 06 de Maio de 2025.

Assinatura Eletrônica

05/08/2025 08:39:10.0

VINICIUS KLEIN

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

23/06/2025 16:56:29.0

LARISSA NAVES DE DEUS DORNELAS

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

21/08/2025 14:26:37.0

PEDRO IVO LINS MOREIRA

Avaliador Externo (ESCOLA DA MAGISTRATURA DO PARANÁ)

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Vinicius Klein, meu orientador, agradeço pela paciência, dedicação e generosidade com aquele que, certamente, não foi o mais atento, o mais ágil ou o melhor dos orientandos. Sua orientação, firme e ao mesmo tempo compreensiva, foi essencial para que este trabalho pudesse ser concluído.

À Profa. Dra. Larissa Naves e ao Dr. Pedro Ivo Lins Moreira, membros da banca de qualificação, agradeço profundamente pelas observações rigorosas e generosas, que corrigiram e enriqueceram este trabalho em pontos absolutamente essenciais.

À minha família, que desde cedo me incentivou a pensar de forma independente, ofereço minha mais sincera gratidão. Foi esse estímulo inicial que permitiu que eu ousasse percorrer caminhos próprios.

Aos amigos do escritório, especialmente Flávio e Vania, que sempre apoiaram a busca pela especialização acadêmica e tornaram possível a conciliação entre a dinâmica exigente da advocacia e da política institucional e os estudos de pósgraduação, meu sincero reconhecimento.

Aos amigos que me acompanharam nesta jornada, com especial menção a Cecilia, Juliana, Mariella, Michelle e Miriam, que revisaram projetos, artigos e esta dissertação em suas diversas fases, que aguentaram minhas incessantes reclamações (*if I can't kvetch, I can't do my job*), e cujo apoio constante e incentivo foram decisivos para que eu retornasse à academia, meu muito obrigado.

Por fim, à Elisa, *porque te previa, porque dormia nelas tu futuro*.

Under the lawn ran small, parallel tunnels that emerged in a row at the sea's edge. Into them were inserted live pigeons that had been hatched and trapped on the casino roof. Their job was to flutter their way along the pitch-dark tunnel until they emerged in the Mediterranean sky as targets for well-lunched sporting gentlemen who were standing or lying in wait with their shotguns. Pigeons who were missed or merely winged then did what pigeons do. They returned to the place of their birth on the casino roof, where the same traps awaited them.

LE CARRÉ, John

RESUMO

Este estudo analisa os processos de recuperação judicial no agronegócio de Mato Grosso entre 2015 e 2022, abrangendo empresas com dívidas superiores a R\$ 5 milhões. O objetivo é avaliar os métodos de reestruturação aplicados e identificar fatores determinantes para o sucesso ou fracasso dos procedimentos. A pesquisa utilizou uma amostra de 40 processos obtidos no Tribunal de Justiça do estado e considerou aspectos como composição de credores, aplicação de métodos e resultados obtidos. Os dados revelaram que planos de recuperação contam com inconsistências financeiras, projeções pouco realistas e assimetrias informacionais configuram barreiras significativas. Os dados revelam que as demonstrações financeiras apresentadas por número significativo das empresas em recuperação judicial demonstram números passíveis de críticas a partir do modelo de *valuation* aplicado, colocando em xeque a noção de recuperabilidade da empresa. Por outro lado, a baixa aderência a métodos amplos de reestruturação indica que há ainda uma vasta gama de opções a fim de tornarem-se os planos exequíveis e factíveis a partir da lógica da maximização do valor dos ativos.

Palavras-chave: Recuperação judicial; Agronegócio; Mato Grosso; Reestruturação empresarial; Crises financeiras.

ABSTRACT

This study analyzes judicial recovery processes in the agribusiness sector of Mato Grosso between 2015 and 2022, focusing on companies with debts exceeding R\$ 5 million. The objective is to evaluate the restructuring methods applied and identify the determining factors for the success or failure of these procedures. The research utilized a sample of 40 cases obtained from the state's Court of Justice and considered aspects such as creditor composition, application of methods, and outcomes achieved. The data revealed that recovery plans often face financial inconsistencies, unrealistic projections, and informational asymmetries, which constitute significant barriers. The findings also indicate that the financial statements presented by a considerable number of companies undergoing judicial recovery show figures subject to criticism based on the valuation model applied, calling into question the notion of the company's recoverability. On the other hand, the low adherence to broad restructuring methods suggests that there is still a wide range of options to make the plans feasible and executable, aligning with the logic of asset value maximization.

Keywords: Judicial recovery (Chapter 11); Agribusiness; Mato Grosso; Business restructuring; Financial crises.

LISTA DE ABREVIATURAS

ADI – AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE

AGC – ASSEMBLEIA GERAL DE CREDORES

APV – ADJUSTED PRESENT VALUE (VALOR PRESENTE AJUSTADO)

CEPEA – CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA

CONAB – COMPANHIA NACIONAL DE ABASTECIMENTO

DCF – DISCOUNTED CASH FLOW (FLUXO DE CAIXA DESCONTADO)

DIP FINANCING – DEBTOR-IN-POSSESSION FINANCING (FINANCIAMENTO AO DEVEDOR EM RECUPERAÇÃO)

GCL +10 – GERAÇÃO DE CAIXA LIVRE EM 10 ANOS

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA

IPO – INITIAL PUBLIC OFFERINGS (OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES)

LREF – LEI DE RECUPERAÇÃO E FALÊNCIA

MAPA – MINISTÉRIO DA AGRICULTURA E PECUÁRIA

PJE – PROCESSO JUDICIAL ELETRÔNICO

PIB – PRODUTO INTERNO BRUTO

PL – PROJETO DE LEI

PRJ – PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL

RJ – RECUPERAÇÃO JUDICIAL

ROA – RETORNO SOBRE ATIVOS

SEPLAN-MT – SECRETARIA DE ESTADO DE PLANEJAMENTO E GESTÃO DE MATO GROSSO

STF – SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL

TACOM – TERMO DE ACORDO DE CREDORES

TJMT – TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE MATO GROSSO

UPI – UNIDADES PRODUTIVAS ISOLADAS

VPL – VALOR PRESENTE LÍQUIDO

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – AMOSTRA INICIAL	71
TABELA 2 – AMOSTRAS EXCLUÍDAS	72
TABELA 3 – AMOSTRA CONSOLIDADA.....	74
TABELA 4 – TESTE DE CORRELAÇÃO	94
TABELA 5 – REGRESSÃO ANÁLISE DE REDUÇÃO DE TEMPO DE TRAMITAÇÃO	96
TABELA 6 – DADOS RELAÇÃO ATIVO/DÍVIDA	120
TABELA 7 – DADOS FINANCEIROS RAZÃO DÍVIDA/GCL+10.....	123
TABELA 8 – DADOS FINANCEIROS VPL	129

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – DISTRIBUIÇÃO DE ENTES JURÍDICOS EM RJ	77
GRÁFICO 2 – DISTRIBUIÇÃO DAS CONSOLIDAÇÕES SUBSTANCIAIS	79
GRÁFICO 3 – CAUSAS DECLARADAS PARA PROBLEMAS ECONÔMICOS	83
GRÁFICO 4 – MÉTODOS DE RECUPERAÇÃO APLICADOS	85
GRÁFICO 5 – DIVISÃO DE CRÉDITOS POR CLASSE	91
GRÁFICO 6 – HISTOGRAMA DE DISPERSÃO DE CRÉDITO	92
GRÁFICO 7 – MÉDIA E DESVIO PADRÃO POR CLASSE DE CRÉDITO	93
GRÁFICO 8 – DISPERSÃO DE TEMPO DE TRAMITAÇÃO DOS PROCESSOS	95
GRÁFICO 9 – DISTRIBUIÇÃO DE NÚMERO DE EMPREGADOS	99
GRÁFICO 10 – PROPORÇÃO DÍVIDA/ATIVO COM BASE NO NÚMERO DE EMPREGADOS	100
GRÁFICO 11 – RESULTADOS DE VOTAÇÃO	102
GRÁFICO 12 – DISPERSÃO DE ROA NO TEMPO PRÉ-RJ	113
GRÁFICO 13 – EVOLUÇÃO DO ROA PRÉ-RJ	114

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
2. DEFINIÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO: A RECUPERAÇÃO JUDICIAL ENQUANTO INSTRUMENTO JURÍDICO	17
2.1 A Gênese da Lei de Recuperações e Falências	18
2.2 Uma Breve Visão do Procedimento de Recuperação Judicial	20
3. OS PROCEDIMENTOS DE REESTRUTURAÇÃO EMPRESARIAL NA ECONOMIA	31
3.1 O Pressuposto de Racionalidade dos Agentes Econômicos	32
3.2 Limites à Racionalidade: A Assimetria de Informações	39
3.3 A Finalidade dos Procedimentos de Reestruturação	43
3.4 A Finalidade dos Procedimentos de Falência	58
4. A RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO AGRONEGÓCIO DO ESTADO DE MATO GROSSO	65
4.1 Definição da Amostra	66
4.1.1 Critério Setorial	67
4.1.2 Critério Territorial	69
4.1.3 Critério Temporal	69
4.1.4 Critério Débito	70
4.1.5 Amostra Atingida	71
4.1.6 Exclusões Necessárias	72
4.1.7 Amostra Consolidada	74
4.2 Observações Realizadas	75
4.2.1 Forma Empresarial	75
4.2.2 Consolidação Substancial	77
4.2.3 Exposição de Motivos da Crise	80
4.2.4 Métodos Aplicados	83
4.2.5 Composição do Quadro de Credores	88
4.2.6 Número de Empregados e Dívida	98
4.2.7 Aprovação, Alteração ou Rejeição	101
5. ANÁLISE FINANCEIRA DAS RECUPERAÇÕES JUDICIAIS	107
5.1 Progressão do ROA	112
5.2 Relação Ativo/Dívida	118

5.3	Relação Dívida/GCL+10	123
5.4	Relação Ativo/GFC+10 em VPL	126
5.5	Limites e Oportunidades nas Reestruturações	135
6.	CONCLUSÃO	141
7.	REFERÊNCIAS.....	144

1. INTRODUÇÃO

O Brasil ocupa uma posição de destaque no cenário econômico mundial, caracterizado por uma economia diversificada, com setores industriais, de serviços e, especialmente, o agronegócio desempenhando papéis fundamentais. Nos últimos anos, o setor tem se demonstrado um pilar para o crescimento econômico nacional, sustentando o crescimento do PIB e exercendo influência direta na balança comercial e no câmbio.

De acordo com o IBGE, o agronegócio brasileiro registrou, em 2024, uma retração de 3,2% no PIB do setor, impactado por adversidades climáticas que afetaram a produtividade de culturas relevantes. Ainda assim, sua participação segue expressiva na economia nacional. Em números absolutos, o PIB brasileiro atingiu R\$ 11,7 trilhões em 2024, com crescimento de 3,4% no ano, evidenciando a resiliência da economia mesmo diante de oscilações setoriais¹.

O desempenho do agronegócio brasileiro segue relevante no cenário global. Em 2024, exportou 97,3 milhões de toneladas de soja em grão, permanecendo como o maior exportador mundial, responsável por uma parcela significativa do comércio global da *commodity*, mesmo com a leve retração em relação ao ano anterior². O Brasil também se manteve líder nas exportações de carne bovina e açúcar, ocupando posições dominantes no mercado internacional.

Internamente, o setor respondeu por cerca de 28,2 milhões de pessoas ocupadas em 2024, representando 26,02% da força de trabalho nacional, segundo levantamento do CEPEA. Esse número, um recorde histórico, reflete a abrangência das atividades do agronegócio em segmentos como insumos, agroindústria e agrosserviços³. A absorção de mão de obra é especialmente relevante em regiões rurais e menos industrializadas, onde o agronegócio atua como vetor de desenvolvimento econômico e social.

¹ IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *PIB cresce 3,4% em 2024 e fecha o ano em R\$ 11,7 trilhões*. Rio de Janeiro: IBGE, 2025. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br>. Acesso em: 02 março. 2025.

² O ESTADO DE SÃO PAULO. *Brasil exportou 97,299 milhões de toneladas de soja em grão em 2024*. Estadão, São Paulo, 2025. Disponível em: <https://agro.estadao.com.br>. Acesso em: 02 março. 2025. ³ UOL. *CNA/CEPEA: Agronegócio tinha 28,2 milhões de pessoas ocupadas em 2024, um recorde*. UOL Economia, São Paulo, 2025. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br>. Acesso em: 02 março. 2025.

Além da geração de empregos, o setor contribui significativamente para a arrecadação de impostos. Estados como Mato Grosso, Goiás, Mato Grosso do Sul e Paraná têm suas economias fortemente atreladas ao desempenho do agronegócio, sendo o primeiro deles o maior produtor agrícola do Brasil.

A importância do setor para o equilíbrio da balança comercial brasileira é inegável. De janeiro a novembro de 2024, o agronegócio foi responsável por cerca de 48,9% do total exportado pelo país, gerando receitas de aproximadamente US\$ 152,6 bilhões, conforme dados do MAPA³, com destaque para soja e carne bovina como os principais produtos.

As exportações agropecuárias seguem contribuindo de maneira decisiva para o ingresso de divisas no país, fortalecendo as reservas internacionais e estabilizando a taxa de câmbio. Em períodos de incerteza, como no contexto pós-pandemia, o desempenho do agronegócio segue crucial para mitigar os impactos da retração econômica e para sustentar o equilíbrio fiscal e econômico. A valorização das commodities agrícolas no mercado internacional e sua cotação em dólar garantem um fluxo constante de moeda estrangeira, fortalecendo o real e aumentando a competitividade do setor.

No entanto, a dependência das exportações também expõe o setor a riscos, especialmente à volatilidade dos preços internacionais das commodities. Choques externos, como crises geopolíticas, variações climáticas, disputas comerciais e mudanças na demanda global, afetam diretamente os valores negociados e a rentabilidade dos produtores brasileiros. A forte dependência de mercados específicos, como a China, intensifica tais desafios, pois questões internas ou tarifárias desse país podem impactar abruptamente o desempenho do setor.

Dentro desse contexto, o estado de Mato Grosso mantém papel central no agronegócio nacional. Como maior produtor de grãos e carne bovina do país, o estado respondeu por aproximadamente 28% da produção nacional de soja e 40% da produção de milho. De acordo com estimativas da Conab, a produção de grãos em Mato Grosso deve crescer 4,4% na safra 2024/2025, alcançando 97,3 milhões de

³ MAPA – Ministério da Agricultura e Pecuária. *Exportações do agronegócio brasileiro - 2024*. Brasília: MAPA, 2024. Acesso em: 02 março. 2025. ⁵ SEDEC-MT – Secretaria de Desenvolvimento Econômico do Estado de Mato Grosso. *Produção de grãos em MT deve aumentar 4,4% na safra 2024/2025, estima Conab*. Cuiabá: SEDEC, 2025. Disponível em: <https://www.sedec.mt.gov.br>. Acesso em: 02 março. 2025.

toneladas⁵. O estado também se consolidou como o principal exportador de carne bovina, especialmente para a China e países do Oriente Médio, com destaque para a expansão da habilitação de frigoríficos ao abate *halal*.

A economia mato-grossense é altamente dependente do setor, que representa cerca de 55% do PIB estadual. Em 2024, as exportações do estado ultrapassaram a marca de US\$ 22 bilhões, consolidando-o como um dos maiores geradores de divisas do país. As cadeias produtivas de soja, milho e carne bovina impulsionam a economia regional e sustentam milhares de empregos diretos e indiretos, além de fomentar atividades complementares como transporte, armazenamento e beneficiamento de produtos agropecuários.

Contudo, o setor também é vulnerável a fatores externos e internos. As variações climáticas extremas, como secas prolongadas ou inundações, podem comprometer a produção e causar prejuízos financeiros expressivos. Em 2021, por exemplo, a estiagem no Centro-Oeste impactou severamente as safras de milho, levando a uma queda de 16% na produção nacional.

Outro desafio enfrentado pelo agronegócio é a dependência de crédito rural. A necessidade de financiamento para custeio de safras e investimentos em tecnologias modernas torna o setor sensível às flutuações das taxas de juros e às políticas governamentais de crédito. O endividamento excessivo, aliado a oscilações no mercado de commodities, pode levar muitas empresas agropecuárias à insolvência, resultando em pedidos de recuperação judicial, como observado em Mato Grosso nos últimos anos.

É nesse contexto de relevância do setor, e também de vulnerabilidade, que é necessário avaliar como a saúde financeira de uma empresa é crucial para sua própria continuidade, bem como para o equilíbrio econômico e social das regiões onde atua. No entanto, independentemente de seu porte ou setor, as empresas estão constantemente sujeitas a flutuações econômicas, crises internas e externas que podem afetar sua viabilidade de curto e longo prazo. Para lidar com essas situações, em tese passageiras, existem mecanismos legais que permitem que empresas em dificuldades financeiras possam reestruturar suas operações, evitando assim a falência.

Os procedimentos de reestruturação, tratado aqui como sinônimo de recuperação judicial, tanto em suas vertentes de reestruturação empresarial quanto

de falência, desempenham um papel vital nas economias modernas. Eles são essenciais para assegurar tanto a continuidade das empresas em dificuldades financeiras e para manter a estabilidade econômica geral, quanto para retirar empresas ineficientes do mercado, garantindo assim a realocação do capital e do trabalho, evitando que recursos escassos sejam mantidos em empreendimentos ineficientes. Esses processos possibilitam que empresas viáveis superem crises financeiras, protejam empregos e contribuam para a manutenção da atividade econômica e da estabilidade social. No entanto, no Brasil, ainda é necessário avaliar adequadamente os efeitos desses procedimentos, especialmente no que diz respeito à sua eficácia em promover a reestruturação empresarial de setores estratégicos, como o agronegócio.

A literatura jurídica existente sobre o tema da recuperação judicial tende a apresentar uma visão legalista dos procedimentos, sem um enfoque específico nos métodos de reestruturação aplicados ou ainda sobre sua correlação com mecanismos econômicos. A falta de um enfoque específico pode dificultar a compreensão das nuances e da eficácia real das diferentes estratégias de reestruturação empresarial. A análise das práticas adotadas, dos atores envolvidos, do perfil de dívida, do perfil patrimonial, dos resultados de geração de caixa são todos elementos essenciais para aprimorar o uso desse mecanismo jurídico ou, por outro lado, optar-se pela falência. Por isso, este estudo justifica-se pela necessidade de preencher essa lacuna, oferecendo uma análise mais abrangente dos procedimentos de recuperação judicial no setor do agronegócio, com foco no estado de Mato Grosso, uma das principais regiões produtoras do Brasil.

Este trabalho tem como objetivo investigar a efetividade dos processos de recuperação judicial de empresas do setor do agronegócio em Mato Grosso que recorreram à forma de reestruturação entre os anos de 2015 e 2022. Busca-se compreender se os instrumentos adotados nesses processos — como a renegociação de dívidas, alienação de ativos, aporte de capital, entre outros — têm sido eficazes na promoção da sustentabilidade financeira e operacional dessas empresas. A proposta é oferecer uma análise crítica e empírica sobre a condução desses processos, com base em dados financeiros, estrutura da dívida, conteúdo dos planos de recuperação e projeções econômicas apresentadas, a fim de verificar se há coerência entre os métodos empregados e os resultados alcançados no longo prazo.

O problema central que orienta esta pesquisa é: os métodos de recuperação judicial aplicados são eficazes na promoção da sustentabilidade e continuidade das empresas do agronegócio em Mato Grosso ou os processos promovem a recuperação de empresas inviáveis? Parte-se da hipótese de que há uma subutilização de determinados mecanismos previstos na legislação, os quais, se aplicados corretamente, poderiam gerar melhores resultados na recuperação financeira e operacional das empresas. Considera-se ainda que a adoção de práticas incompletas ou mal estruturadas compromete o sucesso do processo de reestruturação, podendo levar à sua ineficácia ou até à reincidência da crise.

Para atingir esse objetivo, o estudo utilizará uma metodologia empírica, baseada na análise de dados processuais e financeiros de empresas do agronegócio em Mato Grosso que passaram por recuperação judicial. A amostra, composta por 58 casos, será selecionada com base em processos de recuperação judicial que envolvam dívidas superiores a R\$ 5.000.000,00. A escolha desse montante visa garantir que os processos analisados envolvam estruturas de dívidas mais complexas, exigindo estratégias de reestruturação mais robustas. Os dados serão coletados a partir de registros do TJMT e incluirão informações sobre a forma empresarial, o processo de consolidação, as causas da crise, a composição do quadro de credores, os métodos de recuperação aplicados, entre outros aspectos, com a aplicação de estatística descritiva e, mais isoladamente, regressão e outros testes de correlação.

Os dados financeiros das empresas analisadas englobarão três anos até o ajuizamento do processo de recuperação. Serão estudadas variáveis como retorno sobre o ativo, número de funcionários, estrutura jurídica do grupo econômico, geração de fluxo de caixa livre, análise de métodos aplicados, composição do quadro de credores, análise do ativo total e do endividamento reconhecido no procedimento.

Ao responder essas questões, o presente trabalho busca contribuir para o entendimento dos fatores que influenciam o sucesso ou fracasso da recuperação judicial no agronegócio. A análise detalhada de casos permitirá identificar as melhores práticas de reestruturação, além de oferecer subsídios para gestores, advogados, economistas e formuladores de políticas públicas no aprimoramento dos mecanismos de recuperação empresarial no Brasil. Com isso, pretende-se fornecer uma base sólida para o desenvolvimento de estratégias mais eficazes que promovam a

continuidade de empresas viáveis e, ao mesmo tempo, assegurem a preservação de empregos e a estabilidade econômica.

A primeira seção volta-se à definição do objeto de estudo, a Recuperação Judicial, como instrumento jurídico. Promove uma análise rápida da gênese da atual LREF, especialmente a partir da visão do Senador Ramez Tebet, relator do projeto de lei no Senado, para compreender o processo e as pressões que resultaram no texto legal. Aborda, ainda, como forma introdutória dos elementos jurídicos trabalhados, uma visão sintética dos procedimentos de recuperação judicial, como forma de viabilizar a familiarização com os elementos jurídicos que são analisados ao longo do texto.

A segunda seção, intitulada “Os Procedimentos de Reestruturação Empresarial na Economia” aborda a base teórica da análise econômica do direito aplicada aos institutos da recuperação e falência. A finalidade da seção é demonstrar os pressupostos metodológicos adotados ao longo do texto, como a racionalidade dos agentes econômicos e seus limites, mostrando como esses elementos impactam a eficiência dos processos de reestruturação. Também discute a finalidade econômica da recuperação e da falência, destacando o papel da maximização do valor da empresa.

A terceira seção intitulada “A Recuperação Judicial no Agronegócio do Estado de Mato Grosso” expõe a metodologia empírica adotada no trabalho. Define os critérios de seleção da amostra. Apresenta observações sobre os processos analisados, incluindo a forma empresarial das recuperandas, causas da crise, métodos de reestruturação aplicados, composição dos credores, número de empregados e resultados das assembleias gerais de credores.

A quarta seção intitulada “Análise Estratégica e Financeira das Recuperações” reúne os principais indicadores financeiros das empresas em recuperação, como a relação Ativo/Dívida, Dívida/GCL+10 e Ativo/GFC+10 em VPL, a fim de avaliar a viabilidade econômica dos planos apresentados. A análise evidencia que muitas empresas operam com ativos insuficientes para cobrir suas dívidas, mesmo projetando geração de caixa por até dez anos, o que levanta dúvidas sobre a exequibilidade de seus planos. São identificados ainda os limites estruturais do modelo atual e sugere caminhos para aprimorar a tomada de decisão e a eficiência econômica nos processos de reestruturação judicial.

A conclusão caminha no sentido de que apesar da crescente utilização do instituto da recuperação judicial por empresas do agronegócio em Mato Grosso, há uma série de limitações estruturais e operacionais que comprometem a eficácia do instituto a longo prazo. Fatores como a baixa aplicação de instrumentos econômicos previstos em lei e a fragilidade informacional indicam a dúvida eficácia dos processos de reestruturação a longo prazo.

2. DEFINIÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO: A REESTRUTURAÇÃO EMPRESARIAL ENQUANTO INSTITUTO JURÍDICO

Para contextualizar o objeto de estudo que será desenvolvido ao longo deste trabalho será apresentada uma breve conceptualização estruturada sobre os principais fundamentos jurídicos, políticos e econômicos do regulamento das reestruturações empresariais do ponto de vista jurídico, além de descrever, de forma sintética, o procedimento de recuperação judicial que é o objeto de estudo principal. Assim o capítulo é dividido em duas seções — “A Gênese da Lei de Recuperações e Falências” e “Uma Breve Visão do Procedimento de Recuperação Judicial” — obedece tanto a uma lógica cronológica quanto funcional.

Na primeira seção é avaliado o processo de elaboração da LREF, destacando os embates entre atores sociais, os princípios orientadores do novo modelo e as rupturas em relação ao regime anterior. Essa parte busca enfatizar que a lei não é fruto de uma construção puramente técnica, mas um arranjo institucional que reflete disputas políticas, sociais, ideológicas e econômicas.

Já a segunda seção tem um caráter mais descritivo da parte operacional do processo legal, destina-se a apresentar as etapas formais do processo de recuperação judicial, os mecanismos legais à disposição do devedor, a estrutura de classes de credores, o papel do plano de recuperação e alguns dos desafios práticos enfrentados. Esta seção funciona como uma introdução à regulação, e um subsídio inicial para contextualizar as análises subsequentes.

2.1 A GÊNESE DA LEI DE RECUPERAÇÕES E FALÊNCIAS

A promulgação da Lei nº 11.101/2005, a LREF, foi resultado de um processo legislativo extenso e intensamente plural, marcado pela participação ativa de diversos grupos de interesse, como sindicatos, instituições financeiras, entidades empresariais e representantes do governo. O projeto de lei (PL 71/2003⁴) que originou a reforma tramitou por mais de uma década no Congresso Nacional, sendo objeto de múltiplos pareceres e sucessivas reformulações. A motivação para tal engajamento é representativa da relevância do tema, nele residia a capacidade de forte impacto redistributivo da legislação falimentar: a depender de sua nova configuração, diferentes grupos econômicos e sociais poderiam ser beneficiados ou prejudicados na alocação de riscos, ativos e passivos em contextos de crise.

O resultado final da norma refletiu um delicado equilíbrio entre os interesses em disputa, incorporando tanto medidas voltadas à preservação da empresa quanto mecanismos de proteção aos credores. Ainda assim, nem todos os atores se mostraram satisfeitos com o texto aprovado, o que levou à judicialização de diversos dispositivos logo após sua entrada em vigor, como no caso da ADI nº 3.934, julgada improcedente pelo STF no ano de 2009.

A visão dos técnicos à época, conforme pontua Pedro Ivo Lins Moreira⁵, é de que a lei deveria alinhar os incentivos dos agentes econômicos - devedores, credores e sociedade - em torno da preservação de valor e da reestruturação produtiva, reduzindo o tempo de tramitação, os custos processuais e os riscos de deterioração de ativos. A proposta incorporava mecanismos até então inéditos no ordenamento jurídico brasileiro, como a novação forçada das dívidas, a venda de ativos sem sucessão (ponto questionado junto ao STF) e o incentivo à negociação coletiva.

Desta forma é relevante indicar de início que a LREF representa um arranjo institucional complexo, fruto da interação entre teoria econômica, vontade política e disputas distributivas da sociedade civil o que implica em reconhecer que nem sempre as escolhas mais eficientes do ponto de vista econômico são, de fato, adotadas pelo

⁴ <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/63304>

⁵ MOREIRA, Pedro Ivo Lins. *Lógica e Limites do Sistema Brasileiro de Insolvência à Luz da Nova Economia Institucional*. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2023, p. 113 e ss.

legislador nesse complexo jogo de valores institucionais por vezes conflitantes – e nem sempre republicanos.

O relator do PL, Senador Ramez Tebet⁶ destacava a necessidade de reformar o ultrapassado Decreto-Lei nº 7.661/1945, que até então regulava a matéria. Aquela legislação já não era capaz de acompanhar as transformações econômicas, jurídicas e institucionais que ocorreram no Brasil e no mundo ao longo de mais de meio século. Destacou na oportunidade que o ambiente regulatório da década de 1940, fortemente influenciado pelo sistema de Bretton Woods, não oferecia instrumentos adequados para lidar com as novas formas de organização produtiva, financiamento empresarial e estrutura contratual, tampouco respondia com eficiência às crises das empresas.

O parecer destacou que o sistema empresarial moderno é caracterizado por estruturas complexas, por arranjos contratuais flexíveis e por intensa movimentação de capitais (muitas vezes internacionais). Nesse novo cenário, a antiga lei falimentar mostrava-se antiquada: excessivamente rígida e formalista, oferecendo poucas opções para empresas economicamente viáveis mas sob dificuldades transitórias.

A legislação de 1945 baseava-se em um modelo liquidacionista, no qual a falência era, na prática, o único desfecho disponível, mesmo quando havia possibilidade de reestruturação. Para Tebet a simples existência de regras não adaptadas à realidade do mercado comprometia a eficiência econômica e inibia o investimento, afetando negativamente a geração de emprego, renda e riqueza, destacando a partir disso o papel da legislação envolvendo a reestruturação empresarial como essencial ao desenvolvimento econômico.

O novo marco legal, a partir da visão de Tebet, valorizaria a preservação da empresa como unidade produtiva, sobretudo em razão de do princípio da função social da empresa, argumentando que a continuidade da empresa não beneficia apenas os empresários, mas também os trabalhadores, os fornecedores, os credores e a sociedade em geral. Em reforço a tal posicionamento, indicou que o encerramento das atividades empresariais acarreta a destruição de um capital intangível relevante - a reputação, rede de clientes, *know-how*, etc.

O parecer também apresentou doze princípios orientadores da reforma, entre os quais se destacam para a análise em questão: a participação ativa dos credores, a

⁶ <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=3499286&ts=1630434000927&disposition=inline>

proteção dos trabalhadores e a maximização do valor dos ativos. Ainda fez uso bastante grande do princípio da função social da empresa, afirmando que “a empresa deve ser preservada sempre que possível, em razão de sua função social, já que ela gera riqueza econômica e cria emprego e renda, contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento social do País”⁷.

A defesa da preservação da empresa não se baseava propriamente em critérios de eficiência econômica, mas em seu suposto papel estrutural na promoção do bem-estar coletivo. Isto é enfatizado pelo parecer no que concerne à perda de valor decorrente — como reputação, marca, clientela e capital organizacional — cuja reconstrução seria improvável após a decretação da falência. A destruição desses ativos afeta não apenas o devedor, mas toda a cadeia de stakeholders vinculados à operação empresarial, com especial gravidade para os trabalhadores e fornecedores.

Nesse sentido, Tebet apontou que a nova legislação deveria combater aquilo que entendi como uma lógica punitivista e liquidacionista da legislação anterior, substituindo-a pela orientação de tentativa de superação da crise. A função social da empresa se manifestaria, assim, tanto na proteção aos empregos e à renda quanto na continuidade da atividade econômica formalizada, com seus impactos positivos sobre a arrecadação pública, o mercado de crédito e a estabilidade macroeconômica.

Assim a LREF incorporou o princípio da função social da empresa como vetor interpretativo e orientador das decisões judiciais em matéria de insolvência. O compromisso com esse princípio exige que a legislação seja aplicada de forma a equilibrar os interesses dos credores com os impactos sociais dos procedimentos, assegurando que a recuperação judicial cumpra seu papel não apenas econômico, mas também institucional e humanizador.

2.2 UMA BREVE VISÃO DO PROCEDIMENTO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL

A recuperação judicial é concebida como um mecanismo destinado a proporcionar às empresas em crise econômico-financeira uma oportunidade de reestruturação de suas atividades, débitos e obrigações, com o objetivo de superar as

⁷ Idem.

dificuldades enfrentadas, manter a função social da empresa e proteger os interesses de credores, empregados e demais stakeholders.

O processo possui natureza eminentemente contratual, uma vez que atribui à assembleia geral de credores o poder de aprovar ou rejeitar o plano de recuperação apresentado pela empresa devedora. Esse modelo confere uma grande importância ao diálogo entre credores e devedores, permitindo que as soluções para a crise sejam desenhadas de forma personalizada e com maior flexibilidade sem prender-se a formulas pré-prontas.

O procedimento de recuperação judicial segue uma sistemática rigorosa, caracterizada pela fixação de prazos peremptórios (em tese) e etapas logicamente organizadas, que evidenciam a preocupação do legislador em mitigar a morosidade que marcava os processos de insolvência sob o regime anterior.

O pedido de recuperação judicial inicia-se com a apresentação de uma petição inicial pelo devedor, que deve comprovar sua situação de crise econômico-financeira e atender aos requisitos legais estabelecidos pela LREF. Uma vez analisada a petição inicial e reconhecida sua aptidão, como regra orientado por um parecer de constatação prévia de um perito nomeado pelo juízo⁸, o juiz defere o processamento do pedido e determina a publicação de um edital para convocação dos credores, os quais têm prazo de 15 dias para apresentar habilitações ou impugnações à relação de

⁸ Art. 51-A. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, poderá o juiz, quando reputar necessário, nomear profissional de sua confiança, com capacidade técnica e idoneidade, para promover a constatação exclusivamente das reais condições de funcionamento da requerente e da regularidade e da completude da documentação apresentada com a petição inicial.

§ 1º A remuneração do profissional de que trata o caput deste artigo deverá ser arbitrada posteriormente à apresentação do laudo e deverá considerar a complexidade do trabalho desenvolvido.

§ 2º O juiz deverá conceder o prazo máximo de 5 (cinco) dias para que o profissional nomeado apresente laudo de constatação das reais condições de funcionamento do devedor e da regularidade documental.

§ 3º A constatação prévia será determinada sem que seja ouvida a outra parte e sem apresentação de quesitos por qualquer das partes, com a possibilidade de o juiz determinar a realização da diligência sem a prévia ciência do devedor, quando entender que esta poderá frustrar os seus objetivos. § 4º O devedor será intimado do resultado da constatação prévia concomitantemente à sua intimação da decisão que deferir ou indeferir o processamento da recuperação judicial, ou que determinar a emenda da petição inicial, e poderá impugná-la mediante interposição do recurso cabível.

§ 5º A constatação prévia consistirá, objetivamente, na verificação das reais condições de funcionamento da empresa e da regularidade documental, vedado o indeferimento do processamento da recuperação judicial baseado na análise de viabilidade econômica do devedor.

§ 6º Caso a constatação prévia detecte indícios contundentes de utilização fraudulenta da ação de recuperação judicial, o juiz poderá indeferir a petição inicial, sem prejuízo de oficiar ao Ministério Público para tomada das providências criminais eventualmente cabíveis.

§ 7º Caso a constatação prévia demonstre que o principal estabelecimento do devedor não se situa na área de competência do juízo, o juiz deverá determinar a remessa dos autos, com urgência, ao juízo competente.

créditos. A partir de então, cabe ao administrador judicial consolidar e publicar a relação de credores, em prazo de até 45 dias

O plano de recuperação judicial, instrumento central do procedimento, deve ser apresentado pelo devedor no prazo de 60 dias a partir do deferimento do processamento. O não cumprimento desse prazo implica a convalidação da recuperação judicial em falência, demonstrando o caráter rigoroso do cronograma estipulado pela LREF.

O plano de recuperação judicial é um documento central no processo de recuperação judicial de uma empresa em dificuldades financeiras. É nele que são apresentadas as medidas e estratégias que a empresa adotará para reestruturar suas dívidas e garantir a continuidade sustentável de suas atividades, ao mesmo tempo em que oferece aos credores uma proposta de pagamento de suas obrigações.

O plano tem como objetivo principal a recuperação da saúde financeira da empresa, evitando a falência e possibilitando que ela retome seu crescimento de forma sustentável. O plano é elaborado pela própria empresa em recuperação, devendo ser submetido à aprovação dos credores e homologado judicialmente, conforme estabelece a LREF, que regula o processo de recuperação judicial no Brasil.

No Brasil o plano de recuperação judicial tem sua base legal na LREF, que estabelece o regime jurídico para a recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência de empresas no Brasil. O objetivo da LREF é criar mecanismos que possibilitem a preservação da empresa, a manutenção dos empregos e a continuidade de sua função social, além de proporcionar a satisfação dos credores de forma organizada. O plano conta com

Conforme o artigo 53 da LREF, após a empresa solicitar a recuperação judicial, ela tem um prazo de 60 dias para apresentar o plano de recuperação aos credores. Esse plano precisa conter as estratégias de reestruturação, as formas de pagamento das dívidas e as garantias que serão oferecidas aos credores.

De acordo com o artigo 53, o plano deve incluir uma série de requisitos que abordam elementos informativos como a discriminação detalhada dos meios de recuperação a serem empregados, que podem incluir desde a concessão de prazos e condições especiais para o pagamento das dívidas até a venda parcial de ativos, reestruturação societária, fusões e até a emissão de valores mobiliários, uma série de

métodos descrita pelo artigo 50 da LREF que é não exaustiva, mas conta com os seguintes meios já reconhecidos:

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 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.

A lei viabiliza diversas estratégias de reestruturação que uma empresa pode adotar para superar uma crise, e a escolha da abordagem depende da natureza e da gravidade dos problemas enfrentados. Dentre elas, destaca-se a reestruturação financeira, que envolve a renegociação de dívidas com credores, a conversão de dívida em participação acionária ou a captação de novos financiamentos. Esse tipo de reestruturação busca aliviar a pressão financeira sobre a empresa e melhorar sua estrutura de capital.

Outra abordagem frequente é a reestruturação operacional, que consiste na revisão e melhoria dos processos internos da empresa, com o objetivo de aumentar a

eficiência e reduzir custos operacionais. Isso pode incluir a automação de processos, o enxugamento do quadro de funcionários, a reavaliação de contratos com fornecedores e a otimização da cadeia de suprimentos. Paralelamente, a reestruturação administrativa pode ser necessária, envolvendo mudanças na gestão e na governança da empresa, como a substituição de executivos, a reestruturação de conselhos administrativos e a revisão de políticas internas. Essa estratégia visa melhorar a tomada de decisões e a definição de uma estratégia de longo prazo.

Em alguns casos, a reestruturação estratégica é essencial, abrangendo mudanças mais profundas, como a venda de ativos não essenciais, a entrada em novos mercados, a alteração do modelo de negócios ou mesmo fusões e aquisições. Essa abordagem busca reposicionar a empresa no mercado e adaptá-la a novas realidades econômicas. A venda de ativos não essenciais ou subsidiárias também pode ser uma solução viável para gerar capital necessário à quitação de dívidas. Essa estratégia é comum em conglomerados que possuem diversas divisões ou operações em setores distintos, permitindo à empresa concentrar-se em áreas mais rentáveis.

A captação de novos investidores, seja por meio de fusões, aquisições ou aumento de capital, é outra alternativa relevante. Novos sócios podem trazer capital fresco e ideias inovadoras para a gestão, além de aumentar a credibilidade da empresa junto aos credores. Cada uma dessas estratégias pode ser aplicada isoladamente ou em combinação, dependendo das circunstâncias específicas de cada empresa, visando sua recuperação e sustentabilidade no longo prazo.

Por fim, exige também as projeções econômicas e financeiras que justifiquem a viabilidade do plano, acompanhadas de laudos que o demonstrem. A análise *in concreto* porém indica que os laudos são pouco precisos, tratam liberalmente com conceitos como o fluxo de caixa descontado, e tem capacidade bastante oscilante de representação da realidade. A ausência de padronização dos elementos desses laudos é algo que causou bastante desconforto na análise, à medida que boa parte deles foram oferecidos repetidamente para empresas variadas, sem que alterações substanciais em suas elaborações fosse promovido, demonstrando que não passavam de “modelos” pré-prontos.

Após a apresentação do plano, os credores têm o direito de formular objeções, e que desencadeiam na convocação de uma assembleia geral de credores para deliberação. Após isto o plano é submetido à votação em assembleia geral de

credores (artigo 45 da LREF). Para ser aprovado, o plano precisa da concordância da maioria dos credores de cada classe. Dívidas em quatro classes, que podem assim ser definidas:

Credores trabalhistas e equiparados – Classe I, é composta pelos credores trabalhistas, que incluem créditos de natureza trabalhista ou decorrentes de acidentes de trabalho. Esses credores têm prioridade no pagamento, com limites previstos na lei (150 salários-mínimos, cf. art. 83, I, da LREF⁹), que busca proteger os direitos dos trabalhadores e equiparados (como verbas alimentícias). Essa prioridade visa assegurar que, mesmo em situações de dificuldade financeira da empresa, os empregados não sejam os mais prejudicados.

Credores com garantia real – Classe II, ou seja, aqueles cujos créditos estão garantidos por bens específicos, como hipotecas, penhores ou alienações fiduciárias. Esses credores têm o direito de executar a garantia real para satisfazer seus créditos, o que lhes confere uma posição privilegiada em relação aos credores sem garantias. Isto quer dizer que, em caso de liquidação dos bens, esses credores terão preferência na satisfação de suas pretensões (em terceiro lugar, no concurso de credores, após os credores trabalhistas e fazendários, nesta ordem).

Credores quirografários – Classe III, é formada pelos credores quirografários, que são aqueles sem garantias específicas e sem privilégios legais. Essa classe inclui, por exemplo, fornecedores de bens e serviços, que, em regra, possuem uma posição mais subordinada em relação às demais classes. Como não possuem garantias ou privilégios, o risco de não receberem o pagamento integral é maior, dependendo da viabilidade do plano de recuperação da empresa.

Credores microempresas ou empresas de pequeno porte – Classe IV é destinada aos credores que são microempresas ou empresas de pequeno porte. Essa classe foi criada para atender às peculiaridades desse segmento econômico, que possui menor capacidade de absorver perdas e geralmente está mais vulnerável ao impacto da inadimplência e como forma de adequar a legislação às obrigações constitucionais de tratamento favorecido (art. 170, IX¹⁰).

⁹ Art. 83. A classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem:

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

¹⁰ Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

Em alguns casos, o plano pode ser aprovado mesmo sem o consentimento unânime dos credores, por meio do mecanismo de *cram down* (art. 58), quando o juiz aprova o plano apesar da rejeição de uma ou mais classes de credores, desde que certas condições sejam atendidas¹¹.

Com isto o plano é remetido para homologação judicial, que o transforma em uma espécie de contrato judicialmente supervisionado. A partir desse momento, tanto a empresa quanto os credores estão vinculados aos termos acordados no plano.

Uma vez aprovado o plano e homologado pelo juiz, inicia-se a fase de execução das obrigações nele previstas, sob supervisão judicial por um período de até dois anos. Durante esse biênio, qualquer descumprimento das obrigações previstas no plano pode acarretar sanções, como a execução específica ou a decretação da falência da empresa. Caso as obrigações do plano sejam devidamente cumpridas no prazo estipulado, o juiz decreta o encerramento da recuperação judicial, consolidando a reabilitação da empresa. Contudo, obrigações previstas no plano e vencidas após o período de supervisão continuam sendo exigíveis pelos credores por meio de medidas apropriadas, como a execução judicial.

A LREF, ao propor um modelo que combina negociação privada com controle judicial, reflete a intenção de promover uma maior eficiência nos processos de recuperação empresarial, garantindo celeridade, segurança jurídica e previsibilidade.

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

¹¹ Art. 58. Cumpridas as exigências desta Lei, o juiz concederá a recuperação judicial do devedor cujo plano não tenha sofrido objeção de credor nos termos do art. 55 desta Lei ou tenha sido aprovado pela assembleia-geral de credores na forma dos arts. 45 ou 56-A desta Lei.

§ 1º O juiz poderá conceder a recuperação judicial com base em plano que não obteve aprovação na forma do art. 45 desta Lei, desde que, na mesma assembléia, tenha obtido, de forma cumulativa: I – o voto favorável de credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes à assembléia, independentemente de classes;

II – a aprovação de 2 (duas) das classes de credores nos termos do art. 45 desta Lei ou, caso haja somente 2 (duas) classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos 1 (uma) delas; 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;

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.

§ 2º A recuperação judicial somente poderá ser concedida com base no § 1º deste artigo se o plano não implicar tratamento diferenciado entre os credores da classe que o houver rejeitado.

§ 3º Da decisão que conceder a recuperação judicial serão intimados eletronicamente o Ministério Público e as Fazendas Públicas federal e de todos os Estados, Distrito Federal e Municípios em que o devedor tiver estabelecimento.

Além disso, busca alinhar os interesses de credores e devedores à preservação de atividades produtivas, empregos e à função social da empresa, elementos fundamentais para a estabilidade econômica e o desenvolvimento sustentável.

É necessário ter em mente que o plano de recuperação deve demonstrar que a empresa tem viabilidade econômica para se reestruturar e continuar suas operações. Para isso, a empresa precisa projetar cenários futuros de fluxo de caixa, projeção das demonstrações, além de justificar que a aplicação das medidas propostas resultará em uma recuperação sustentável a longo prazo a justificar o deságio que comumente o acompanha. O plano deve garantir aos credores que a empresa conseguirá honrar suas dívidas, ainda que sob condições diferenciadas (prazo e deságio), sem comprometer a sua capacidade operacional.

O sucesso de um plano de recuperação está diretamente relacionado à confiança que ele inspira nos credores. Um plano bem elaborado, transparente, que mostre projeções realistas e contemple garantias adequadas, é fundamental para obter a aprovação na assembleia de credores. A clareza e objetividade das medidas propostas no plano, bem como a forma como os interesses de cada classe de credores serão tratados, têm um impacto direto na percepção de risco dos credores e na disposição deles para aceitar as condições propostas.

Um dos princípios fundamentais da LREF é a preservação da empresa como unidade produtiva, o que inclui a preservação dos empregos, a continuidade das atividades econômicas e o cumprimento de sua função social. O plano de recuperação judicial deve contemplar medidas que assegurem essa função, evitando a falência imediata da empresa. Ao focar na recuperação, o plano busca garantir que a empresa continue contribuindo para a economia, gerando empregos e cumprindo seus compromissos tributários e sociais.

Há debate intenso no Brasil acerca de, se dentre os pressupostos de tratativa e avaliação dos processos de recuperação judicial e de falência, deve ser avaliado aquilo que pode ser denominado de hipótese de interesse público. O ordenamento jurídico brasileiro estabelece como princípio a “função social da propriedade”¹² (cf. art.

¹² “De acordo com a lógica da legislação de insolvência, a empresa cumpre sua função social ao gerar os benefícios econômicos e sociais que se espera dessa atividade, o que inclui o cumprimento das leis e a geração de empregos, produtos, serviços, tributos e lucros, entre outros”. MOREIRA, Pedro Ivo Lins. *op. cit.*, p. 13.

5º, XXIII¹³ e art. 170, III¹⁴ ambos da Constituição da República), entendidos no contexto da LREF (art. 47¹⁵) como “princípio da preservação da empresa”¹⁶.

Ressalta-se, porém, que a própria existência do princípio da “função social” ou da “preservação da empresa” é uma questão própria da legislação brasileira. Autores sobre o tema que trabalham no sistema de reestruturação empresarial americano, como Bradley e Rosenzweig¹⁷ por exemplo desenvolvem modelo no qual são efetivamente ignorados efeitos dos procedimentos de reestruturação a quaisquer atores que não os devedores e credores¹⁸, encapsulando aquilo que alguns qualificam como uma visão *darwinista*¹⁹.

Tal visão porém não pode ser inteiramente adotada, sob pena de negativa de vigência aos dispositivos legais. O que não significa, porém que a interpretação desses dispositivos necessariamente deva se dar com o mesmo enfoque que recebe em outros ramos do direito. Nesse sentido tais princípios devem ser entendidos necessariamente sob um enfoque econômico, como pontuam Carnio e Melo:

Essa função social da empresa decorre da própria atividade econômica que exerce, ao produzir bens e/ou serviços para a população, promover a circulação de mercadorias, gerar empregos e pagar salários, recolher tributos, interagir com outras empresas e promover a inovação e a solução de problemas, pois, na busca pelo lucro, há também a busca pelo diferencial competitivo.
[...] Por outro lado, deve-se evitar o caráter de assistencialismo. Busca-se a preservação da empresa quando preenchidos os requisitos legais

¹³ Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: XXIII - a propriedade atenderá a sua função social;

¹⁴ Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: III - função social da propriedade;

¹⁵ Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

¹⁶ "Empresários recuperáveis que exploram atividades viáveis – aquelas que conseguem gerar, de forma legítima e rentável, os recursos necessários para o custeio de sua própria operação – precisam contar com a proteção da legislação." MOREIRA, Pedro Ivo Lins. op. cit. p. 13.

¹⁷ BRADLEY, Michael; ROSENZWEIG, Michael. The Untenable Case for Chapter 11, 101 Yale L.J. 1043, 1056 n.44, 1088-89 n.108 (1992).

¹⁸ A justificativa dos autores se dá com base em dois elementos, especialmente. O primeiro é que o “interesse público” (community interests) são extremamente difíceis de quantificar. O segundo é a premissa de que o bem-estar da coletividade e o interesse público não são preocupações adequadas aos processos de reestruturação – que deve se preocupar com o pagamento dos credores de forma eficiente apenas.

¹⁹ GROSS, Karen. Taking community interests into account in bankruptcy: an essay. Washington University Law Quarterly, v. 72, p. 1031-1048, 1994.

e comprovada a sua viabilidade e utilidade para o mercado. É sempre importante destacar que o sistema recuperacional visa preservar a atividade comercial não pela empresa em si, mas pelas externalidades positivas geradas pela sua ativa presença no mercado. Quando a viabilidade e a utilidade não puderem ser comprovadas, deve-se buscar uma liquidação eficiente. Isto porque o princípio da preservação não pode ser aplicado indiscriminadamente, a ponto de beneficiar empresas inaptas ou de prejudicar a eficiência do mercado de crédito – o que traria severas externalidades negativas.²⁰

Como colocam os autores, a interpretação do princípio da preservação da empresa deve ser lido não a partir de um ótica de defesa da empresa a qualquer custo, mas calcada na análise da maximização do valor da empresa: seja isto vindo com a recuperação, seja vindo com a liquidação dos ativos, ambos sob o crivo do mercado. Interpretação esta que se encontra também presente na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça:

A função social da empresa exige sua preservação, mas não a todo custo. A sociedade empresária deve demonstrar ter meios de cumprir eficazmente tal função, gerando empregos, honrando seus compromissos e colaborando com o desenvolvimento da economia, tudo nos termos do art. 47 da Lei nº 11.101/05. Nesse contexto, a suspensão, por prazo indeterminado, de ações e execuções contra a empresa, antes de colaborar com a função social da empresa, significa manter trabalhadores e demais credores sem ação, o que, na maioria das vezes, terá efeito inverso, contribuindo apenas para o aumento do passivo que originou o pedido de recuperação. (AgRg no CC n. 110.250/DF, relatora Ministra Nancy Andrighi, Segunda Seção, julgado em 8/9/2010, DJe de 16/9/2010)

Disto que também no sistema brasileiro de insolvência, o judiciário não pode romper com o regular funcionamento do sistema econômico. As empresas continuam vivendo e morrendo no mercado, sobrevivendo apenas aquelas que melhor se adaptam à realidade subjacente.

Disto que, para além dos credores, o plano de recuperação judicial impacta todos os stakeholders da empresa, incluindo empregados, fornecedores, clientes e investidores. Um plano eficaz precisa restabelecer a confiança não só dos credores, mas também dos demais parceiros comerciais, podendo contar, para isso, com garantias específicas como o *DIP financing*, e credores estratégicos (que, em troca de manter as relações comerciais com a recuperanda, são colocados em posição

²⁰ COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência. 4ª ed. rev. atual. Curitiba: Juruá, 2023, p. 69.

privilegiada de crédito), garantindo a continuidade das operações e minimizando os impactos negativos decorrentes da crise financeira.

Outro aspecto importante é que o plano de recuperação deve ser elaborado de maneira a evitar a criação de incentivos inadequados, conhecidos como risco moral. Se as condições propostas no plano forem excessivamente favoráveis à empresa em detrimento dos credores, pode-se gerar um desalinhamento de interesses que prejudica o processo de recuperação. Por isso, é crucial que o plano seja equilibrado e demonstre que a empresa está disposta a fazer ajustes necessários em sua operação e gestão, mostrando compromisso com a reestruturação.

O plano de recuperação judicial tem um papel decisivo na determinação do futuro da empresa em crise. Ele representa a última oportunidade da empresa para evitar a falência e, ao mesmo tempo, proteger os direitos dos credores. Se bem estruturado e executado, o plano pode possibilitar à empresa reverter sua situação de crise, restabelecer a confiança de seus parceiros e credores, e voltar a crescer de forma sustentável. No entanto, um plano mal elaborado, com projeções irrealistas ou que subestime a gravidade da situação financeira, pode resultar no fracasso da recuperação, levando inevitavelmente à falência e à liquidação dos ativos.

Dito isto, tem-se que o plano de recuperação judicial é um documento essencial, pois é ele que define o caminho que a empresa pretende seguir para superar a crise e se reorganizar financeiramente, ainda mais considerando que a consequência da rejeição do plano de recuperação judicial, ignorada as hipóteses de *cram down*, corresponde à convolação em falência, nos termos do art. 58-A²¹.

Ocorre que o plano de recuperação judicial, como será demonstrado através dos dados avaliados, por vezes não possui qualquer capacidade de geração de caixa suficiente ao seu custo, numa lógica de cálculo de taxa de retorno mínima para investimento. Em análise similar, mas sob outro viés, Pedro Ivo Lins Moreira apura as quatro hipóteses de resultado de planos de recuperação judicial: i) inviabilidade da empresa, com plano rejeitado pelos credores; ii) viabilidade da empresa, com plano aprovado pelos credores; iii) viabilidade da empresa, com plano rejeitado pelos credores; e iv) inviabilidade da empresa, com plano aprovado pelos credores²².

²¹ Art. 58-A. Rejeitado o plano de recuperação proposto pelo devedor ou pelos credores e não preenchidos os requisitos estabelecidos no § 1º do art. 58 desta Lei, o juiz convolará a recuperação judicial em falência.

²² MOREIRA, Pedro Ivo Lins. op. cit. p. 187-188.

As atenções desse trabalho levam ao enfoque na quarta hipótese. Isto pois, como bem pontua o autor é neste caso que são gerados efeitos inadequados ao sistema de insolvência empresarial, à medida que “rompe com os objetivos públicos do sistema, porque gera externalidade negativas, principalmente para agentes que não participam do processo”²³:

Por conseguinte, o fato de o devedor ter obtido a aprovação de seu plano de recuperação judicial não significa que ele e sua atividade sejam, do ponto de vista objetivo, recuperável e viável. Embora a palavra final sobre tais assuntos fique a cargo dos credores concursais, essa perspectiva subjetiva pode não ser factualmente verdadeira. Ainda que em alguns casos essa avaliação esteja inserida numa zona de difícil avaliação, em outros poderão existir elementos que permitam, acima de qualquer dúvida, concluir se a decisão dos credores foi acertada ou não. Por essa linha de raciocínio, nem mesmo o transcurso do biênio de fiscalização seguido do encerramento do processo seria capaz de confirmar a superação da crise pelo devedor.²⁶

E atenção se deve, em especial, à medida que, como será demonstrado, os dados coletados indicam que de todos os métodos de reestruturação sugeridos pela lei (hipóteses não *numerus clausus*), a maioria deles é ignorada pelos planos de recuperação, que insistem na lógica de uma construção baseada em métodos determinados e que não geram o resultado mínimo exigido pela legislação (*i.e.* sustentabilidade econômica de longo prazo).

3. OS PROCEDIMENTOS DE REESTRUTURAÇÃO EMPRESARIAL NA ECONOMIA

A teoria econômica neoclássica é amplamente reconhecida por seu modelo de racionalidade, que assume que os agentes econômicos tomam decisões baseadas em preferências bem definidas, buscando sempre maximizar seus resultados dentro das restrições impostas pelo ambiente²⁴. Essa abordagem fornece uma estrutura teórica robusta para compreender o comportamento de indivíduos e organizações em contextos diversos, incluindo situações de crise financeira. No entanto, a aplicação prática desse modelo encontra desafios significativos, especialmente em processos

²³ MOREIRA, Pedro Ivo Lins. op. cit. p. 188. ²⁶ Idem.

²⁴ COOTER JR, Robert B.; ULEN, Thomas. Law and Economics. Edinburgh: Pearson Education Limited, 2014, p. 12-13.

de recuperação judicial, onde a interdependência entre diversos agentes e a presença de incertezas colocam à prova os pressupostos de racionalidade.

Entre os elementos que sustentam a teoria neoclássica, destaca-se o conceito de racionalidade, que pressupõe que os agentes reconhecem suas preferências e ajustam seu comportamento para maximizar benefícios, mesmo quando confrontados com custos ou barreiras²⁵. No âmbito da recuperação judicial, essa premissa é essencial para orientar as decisões estratégicas das empresas, credores e demais *stakeholders*. Contudo, a aplicação desse conceito idealizado esbarra em diversos obstáculos práticos, sendo a assimetria de informações um dos mais relevantes.

Como será melhor explorado de forma subsequente a assimetria de informações emerge como um entrave significativo à racionalidade econômica nos processos de recuperação judicial, uma vez que a falta de dados padronizados e confiáveis compromete a capacidade dos agentes de avaliar objetivamente as propostas e tomar decisões consistentes. A discrepância na qualidade das informações disponíveis, aliada às diferenças nos níveis de sofisticação técnica entre os credores, agrava ainda mais esse cenário, impactando negativamente os resultados esperados. Assim, a análise crítica desses dois aspectos — a racionalidade e seus limites impostos pela assimetria de informações — constitui uma etapa fundamental para compreender os desafios e oportunidades no processo de recuperação judicial no Brasil.

3.1 O Pressuposto de Racionalidade dos Agentes Econômicos

A racionalidade dos agentes econômicos, conceito central da teoria econômica neoclássica, fundamenta-se na premissa de que indivíduos e organizações tomam decisões de forma lógica, maximizando seus resultados dentro das restrições impostas pelo ambiente em que operam²⁶. Na prática, isso significa que consumidores buscam maximizar sua utilidade com base em preferências, enquanto

²⁵ SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D. *Economics*. 19 ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2010, p. 640.

²⁶ “People have rational expectations when, in addition to lacking bias, they use all available information in making their decisions. This implies that people understand how the economy works and what the government is doing. Thus, suppose that the government always boosts spending in election years to promote its election prospects. Under rational expectations, people will anticipate this kind of behavior and act accordingly”. SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D. *Economics*. 19 ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2010, p. 640.

empresas visam maximizar seus lucros, adaptando-se às condições de mercado e aos recursos disponíveis. Essa lógica subjacente permeia tanto as decisões cotidianas quanto os contextos mais complexos, como os procedimentos de reestruturação empresarial e recuperação judicial.

O importante é considerar a racionalidade sob o parâmetro do agir conforme os incentivos que são apresentados, ou seja, o agente é capaz de reconhecer e valorar suas preferências dado um ou mais quadro(s) de circunstâncias(s) e alternativas (mutualmente exclusivas) e que, mesmo em tais hipóteses, ele sempre optará pela escolha que melhor se adequa às suas preferências²⁷, sendo o comportamento racional também marcado pela característica de que é dado ao agente a capacidade de reconhecer que seus comportamentos implicam naquelas consequências determinadas, sendo que eventuais erros/incorrekções de comportamento são corrigidas pelo próprio agente quando o benefício marginal da correção é igual ou superior ao custo marginal (seja concreto ou pelo desgaste no processo de alteração de comportamento)²⁸.

O segundo pressuposto é umbilicalmente conexo ao primeiro. Se por um lado fora definido que agentes agem racionalmente, sempre buscando favorecer suas

²⁷ Economic rationality can also be formally defined in another manner. A rational man is one who behaves as follows: (1) he can always make a decision when confronted with a range of alternatives; (2) he ranks all the alternatives facing him in order of his preference in such a way that each is either preferred to, indifferent to, or inferior to each other; (3) his preference ranking is transitive; (4) he always chooses from among the possible alternatives that which ranks highest in his preference ordering; and (5) he always makes the same decision each time he is confronted with the same alternatives. All rational decision-makers in our model—including political parties, interest groups, and governments — exhibit the same qualities. DOWNS, Anthony. *An Economic Theory of Democracy*. New York: Harper & Row Publishers, 1957, p. 6.

²⁸ Oportunamente, é válida a mesma ressalva feita por Downs em relação às eventuais críticas à tese da racionalidade, que aqui é também adotada. São duas as críticas: *i*) quando, pela impossibilidade de visualizar um mapa completo, necessário a diagnosticar um comportamento danoso, o agente repete esse mesmo comportamento estaria ele agindo racionalmente?; e *ii*) quando o agente repete um comportamento não-ótimo para satisfazer suas necessidades psicológicas.

Respondendo ao primeiro problema, Downs leva argumento *ad absurdum*. Ao fim, se levado ao extremo, o argumento impede qualquer tipo de constatação nas ciências sociais – há sempre casos de informações obscuras, e/ou indefinição acerca da completa causalidade de evento determinado. Quanto ao segundo, como se estuda o agir político, não seria cabível a extrapolação do objeto por meio da inclusão de análises de natureza evidentemente psicológica. O que se propõe é um modelo de racionalidade, que estabelece um padrão de atuação, de forma que, como todo modelo, é nada mais do que uma representação imperfeita da realidade. O comportamento irracional, ou a definição de preferências pessoais a nível tão absurdamente individual, impediria qualquer tipo de constatação. Em outras palavras, assim como na teoria microeconômica, o que se está a propor aqui é aquilo que mais importa: qual o comportamento dos agentes como um todo; não o comportamento dos agentes individuais. Assim, busca-se evitar referências anedóticas, que poderiam interferir na qualidade dos pressupostos apontados. DOWNS, Anthony. op. cit. p. 9-10

preferências, há de se definir qual é o conceito de preferência e, também, qual o conceito e quais as pré-concepções que se inserem no conceito de escolha.

O conceito de preferência é melhor definido como uma relação entre hipóteses A e B, sob a perspectiva de agente Z, na qual o agente pode estabelecer qual das hipóteses é preferível, ou se estas são equivalentes (suficientemente similares). De regra, a teoria econômica divide entre duas subclasses ao tratar dos conceitos de escolha e preferência: consumidores individuais e empresas (entes coletivos).

Por sua vez, o mais relevante ao se tratar de preferências no modelo proposto, que, de certa perspectiva, é puramente ortodoxo, é a aceitação da racionalidade nas preferências, partindo, implicitamente, da qualificação de racionalidade como hipótese em que há regras de completude e de transitividade²⁹⁻³⁰. Completude na medida que em toda relação $x, y \in X$, em que $x \geq y$ ou $y \geq x$, ou ambos³¹; transitividade na medida que em toda relação $x, y, z \in X$ se $x \geq y$, e $y \geq x$, então $x \geq z$ ³⁵. Isso implica em exame de racionalidade pelo qual a relação $\geq$ satisfaz o critério se:

- i) $>$ é irreflexivo ($x > x$ é impossível) e transitivo ($x > y; y > z; \therefore x > z$);
- ii) $\sim$ é reflexivo ($x \sim x$ é necessário), transitivo ($x \sim y; y \sim z; x \sim z$) e simétrico ($x \sim y; y \sim x$);
- iii) $x > y \geq z; \therefore x > z$.

Se de um lado é certo que o agente possui preferências, de outro, ele deve sempre agir calculando e avaliando suas escolhas com base nessas preferências e nos custos associados às suas ações. O comportamento racional implica não apenas a capacidade de identificar e priorizar alternativas que maximizem a utilidade, mas também de reconhecer as consequências de suas decisões e ajustar suas estratégias conforme necessário. Nesse contexto, eventuais erros ou desvios no comportamento

²⁹ MAS-COLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D.; GREEN, Jerry R. *Microeconomic Theory*. Oxford: Oxford University Press, 1995, p. 5 e ss.

³⁰ Autores como Nicholson e Snyder acrescentam, também, o critério da “continuidade”, pelo qual se A é preferível a B, então, em uma situação “similiar”, A deve continuar sendo preferível a B. É compreensível a preocupação dos autores, mas não parece estritamente necessária a exposição de tal requisito para a finalidade do presente trabalho. NICHOLSON, Walter; SNYDER, Christopher. *Microeconomic Theory*. Mason: Thomson Higher Education, 2007, p. 87-88.

³¹ A prova, na explicação de Mas-Colell, é simples: sendo $u(\cdot)$ uma função com valor real, então para todo $x, y \in X$, então $u(x) \geq u(y)$, ou então $u(y) \geq u(x)$. Sendo $u(\cdot)$ uma representação de preferência ($\geq$), é implícito que ou $x \geq y$ ou $y \geq x$, sendo, portanto, a relação de preferência ($\geq$) completa. MASCOLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D.; GREEN, Jerry R. op. cit., p. 9.

³² Novamente, a prova parece suficientemente auto-explicativa. Supondo relação em que $x \geq y$, e $y \geq z$, a relação de preferência ($\geq$) representada por $u(\cdot)$ implica que $x \geq z$, vez que já estabelecida as relações de preferência x, y e y, z . Idem.

podem ser corrigidos pelo próprio agente, desde que o benefício marginal da correção seja igual ou superior ao custo marginal envolvido, seja esse custo concreto ou relacionado ao desgaste associado à mudança de comportamento. Assim, a racionalidade não é apenas um atributo estático, mas um processo dinâmico de aprendizado e otimização contínuos.

Apesar disto é importante reconhecer que o pressuposto de racionalidade não é necessariamente uma unanimidade entre os pesquisadores. John Maynard Keynes por certo, em que pese aceite a possibilidade de comportamentos racionais, enfatizava o papel da incerteza e da irracionalidade nos processos de tomada de decisão³², dando margem àquilo que pode ser definido como incerteza keynesiana³³. De mesmo modo os neoinstitucionalistas aceitam a possibilidade de racionalidade, porém a tratam a partir daquilo que denominam “*bounded rationality*”, isto é, uma racionalidade limitada³⁴. como lembram Cooter e Ulen, encontra-se sob ataque há mais de trinta anos por autores como Daniel Kahneman³⁵ e Amos Tversky enquanto grandes desenvolvedores do campo denominado *behavioral economics*⁴⁰ o que também é alvo de críticas em especial por parte dos neokeynesianos³⁶. Os autores indicam que a teoria da decisão moderna emergiu de uma análise lógica de jogos probabilísticos³⁷, e não de uma análise psicológica da função risco/recompensa. Como propõe os autores, a teoria clássica porém seria um pressuposto inadequado para uma teoria descritiva da decisão, à medida que empiricamente teria se

³² GAN, Aidan., 2016. Das Maynard Keynes Problem: Rethinking Rationality.

³³ STOHS, Mark. 'Uncertainty' in Keynes' General theory: a rejoinder. *History of Political Economy*, 1983, vol. 15, issue 1, 87-91.

³⁴ WILLIAMSON, Oliver, E. 2000. "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead." *Journal of Economic Literature* 38 (3): 595–613.

³⁵ KAHNEMAN, Daniel. *Rápido e Devagar: Duas Formas de Pensar*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012. ⁴⁰ COOTER JR, Robert B.; ULEN, Thomas. *Law and Economics*. Edinburgh: Pearson Education Limited, 2014, p. 50.

³⁶ HIÇ, Özlen. (2019). Evolution of New Keynesian Economics. *Procedia Computer Science*, 158, 1025–1032. “Even though the “rational expectations hypothesis (REH)” which is one of the two major assumptions of the New Classical School, was accepted by most of the New Keynesian economists - to eliminate the discussion topics-, econometric analyses have not yet confirmed the validity of REH; instead they showed that REH is more likely “invalid”.

³⁷ Peter Bernstein faz uma jornada interessante para avaliação do problema “risco” ao longo da história que em muito ilustra o ponto de Kahneman e Tversky, cf. BERNSTEIN, Peter L. *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*. Hoboken: Wiley, 1998; ainda, sobre a forma como percebemos cálculos probabilísticos e os aspectos psicológicos que o circundam, vale referência a SPIEGELHALTER, David. *The Art of Uncertainty*. New York, W. W. Norton & Company, 2024.

demonstrado como um pressuposto irreal – a racionalidade limitada é persistente e com efeitos drásticos³⁸.

Inobstante a existência de abordagens críticas à racionalidade plena, como as desenvolvidas pela economia comportamental e pela teoria da racionalidade limitada, este trabalho parte do pressuposto de racionalidade econômica neoclássica por razões metodológicas. A opção se justifica pela necessidade de utilizar os dados financeiros disponíveis e objetivos — especialmente aqueles declarados pelas empresas no processo de recuperação — como base empírica comparável e replicável. Trata-se de abordagem adotada em estudos empíricos sobre recuperação judicial, como demonstra o trabalho de Altman e Hotchkiss⁴⁴, que utilizaram indicadores objetivos (como VPL, ROA e estrutura patrimonial) para avaliar a viabilidade ou insucesso de empresas em recuperação. Ainda que se reconheça a complexidade e a influência de fatores subjetivos e comportamentais, a presente metodologia privilegia a racionalidade instrumental por ser a abordagem mais compatível com os objetivos quantitativos da pesquisa.

No âmbito da recuperação judicial, o pressuposto de racionalidade desempenha um papel vital, orientando a tomada de decisões em um ambiente marcado por incertezas, disputas e interdependências entre diversos atores econômicos. Empresas em dificuldades financeiras, credores e outros stakeholders participam de um processo coletivo que exige uma análise crítica e estratégica para alcançar resultados satisfatórios para todas as partes envolvidas, dentro dos limites legais e econômicos. Este contexto, embora normativamente idealizado pela teoria neoclássica, encontra desafios significativos na aplicação prática.

A recuperação judicial é, antes de tudo, um processo que visa permitir a continuidade das atividades de empresas viáveis que enfrentam crises financeiras temporárias, enquanto protege os interesses dos credores e outros *stakeholders*. Sob a perspectiva da teoria econômica, o sucesso desse mecanismo depende da aplicação de comportamentos racionais por todos os agentes envolvidos a partir de uma lógica financeira: negócios rendem mais ou menos do que aquilo que sua

³⁸ KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Rational Choice and the Framing of Decisions. In. TVERSKY, Amos. *Preference, Belief, and Similarity: Selected Writings*. Cambridge: The MIT Press, p. 609-610. ⁴⁴ ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. 3. ed. Hoboken: Wiley, 2006.

estrutura custa. Se um negócio rende menos ativo do que liquidado, então este é um indicativo razoável e racional de um resultado desejável do procedimento.

Para as empresas em recuperação, a racionalidade é traduzida na capacidade de diagnosticar com precisão os fatores que levaram à crise financeira e propor um plano de reestruturação fundamentado em dados realistas e objetivos. Isso inclui a identificação de problemas estruturais internos, como má gestão ou endividamento excessivo, bem como a avaliação de fatores externos que podem ter exacerbado a crise, como flutuações cambiais, oscilações no mercado de commodities ou crises climáticas no caso de empresas do setor.

Um problema emerge, porém, quando contrapõe-se a estrutura de incentivos legais, e os mecanismos de proteção ao devedor, em conjunto à dificuldade atualmente presente em promover a transparência das atividades das recuperandas. Para isto é interessante a análise do conceito de risco moral, que pode ser definido como a estrutura de incentivos presentes a um agente econômico que, ao ser protegido de certas consequências negativas de suas próprias ações (decorrentes, por exemplo, de um seguro, mas no caso, via intervenção estatal) assume comportamentos mais arriscados ou imprudentes do que necessário (ou viável), presumindo que o custo dessas ações não será diretamente absorvido (ou será minimizado), como colocam Pyndick e Rubinfeld: “*In general, moral hazard occurs when a party whose actions are unobserved affects the probability or magnitude of a payment.*”^{39,40}

Por exemplo, no contexto do agronegócio de Mato Grosso, empresas enfrentam desafios únicos, como alta dependência de crédito para custeio de safras, volatilidade de preços no mercado internacional e impactos de eventos climáticos extremos. Essas variáveis exigem que os gestores adotem uma abordagem abrangente, que integre medidas financeiras, operacionais e estratégicas para assegurar a sustentabilidade da empresa no longo prazo. A racionalidade econômica aqui não se limita à preservação da empresa, mas à maximização de seu valor econômico e social dentro das restrições existentes.

³⁹ PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. *Microeconomics*. 9. ed. Harlow: Pearson Education Limited, p. 658.

⁴⁰ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de Empresas: Curso Avançado em Direito, Economia e Finanças*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2023, p. 73.

Do ponto de vista do devedor, isto pode ser experimentado quando empresas insolventes se beneficiam da proteção jurídica para evitar a falência, mas continuam a adotar práticas financeiras ou operacionais irresponsáveis. Quando gestores assumem riscos excessivos ou operam de forma ineficiente, confiando que a recuperação judicial lhes dará uma "segunda chance" ou mesmo gerará deságios em dívidas constituídas de forma não ótima.

Já do ponto de vista dos credores, a racionalidade se manifesta na análise crítica do plano de recuperação apresentado pela empresa. Credores precisam avaliar a viabilidade econômica das propostas, considerando aspectos como o montante de dívida a ser recuperado, o prazo de pagamento, as garantias oferecidas e os riscos associados à continuidade das operações da empresa. Além disso, é necessário que os credores considerem os benefícios potenciais de uma recuperação bem-sucedida em comparação com a liquidação dos ativos, que pode acarretar custos elevados e perda de valor.

É importante reconhecer que comportamentos racionais em nível individual podem gerar resultados subótimos em nível coletivo. Um credor relevante — especialmente um banco — pode, ao agir racionalmente para maximizar sua recuperação individual, votar contra um plano que, embora lhe ofereça perdas, permitiria a continuidade da empresa e a recuperação de valores superiores por parte da coletividade de credores. Esse tipo de impasse exemplifica o problema da ação coletiva e revela os limites práticos da racionalidade econômica isolada, reforçando a importância de mecanismos como o *cram down*⁴¹, previsto no artigo 58 da LREF, que buscam compatibilizar racionalidades individuais com resultados socialmente mais eficientes.

O Poder Judiciário e os administradores judiciais desempenham um papel crucial na mediação do processo de recuperação, buscando fazer com que as decisões sejam tomadas com base em critérios técnicos e econômicos sólidos. Sob a ótica da racionalidade econômica, esses agentes devem agir como “facilitadores”, promovendo a transparência e a equidade no tratamento das partes envolvidas, ao mesmo tempo que asseguram o cumprimento das disposições legais.

⁴¹ Uma definição mais adequada do instituto será apresentada quando os dados relativos à matéria forem abordados ao longo deste trabalho.

3.2 Limites à Racionalidade: A Assimetria de Informações

Embora a teoria neoclássica pressuponha um comportamento racional, a aplicação prática desse conceito enfrenta diversas limitações. Quiçá, para o caso sob análise, o principal elemento seja a assimetria de informação⁴². Tradicionalmente sob as vestes da racionalidade encontra-se também o pressuposto de que ela é formada pela plena disponibilidade de informação aos agentes (*i.e.* tomada da melhor decisão em determinado contexto), o que, posteriormente, é de certa forma reformado para fins de consistência para melhor decisão com base nas informações disponíveis (*i.e.* tomada da melhor decisão em determinado contexto sob dadas informações). Como define Samuelson:

The invisible-hand theory assumes that buyers and sellers have complete information about the goods and services they buy and sell. Firms are assumed to know about all the production functions for operating in their industry. Consumers are presumed to know about the quality and prices of goods—such as whether the financial statements of firms are accurate and whether the drugs they use are safe and efficacious.⁴³

Mas retoma o autor, indicando que o cenário de informação perfeitamente disponível é por certo uma idealização. A questão essencial é: qual a capacidade de dano que a falta de informações gera?⁴⁴ Em alguns casos uma simples perda de eficiência, bastante limitada. Em outros é severa (o autor aplica um exemplo inclusive trágico⁴⁵). Fato é que nesses cenários o agente regulador deve tomar medidas para identificar as áreas onde as deficiências informacionais são significantes, e aplicar os remédios necessários⁵².

A falta de informações padronizadas e confiáveis sobre as condições financeiras das empresas em recuperação dificulta a avaliação objetiva por parte dos credores e do Judiciário. A assimetria de informações no âmbito da recuperação judicial é um dos principais entraves à eficiência desse processo e à concretização dos pressupostos de racionalidade econômica que fundamentam a teoria neoclássica.

⁴² COOTER JR, Robert B.; ULEN, Thomas. op. cit., p. 41-42.

⁴³ SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D. Economics. op. cit., p. 164.

⁴⁴ Idem.

⁴⁵ Take the case of steel mogul Eben Byers, who a century ago took Radithor, sold as a cure-all, to relieve his ailments. Later analysis showed that Radithor was actually distilled water laced with radium. Byers died a hideous death when his jaw and other bones disintegrated. This kind of invisible hand we don't need. Idem. ⁵² Idem.

A recuperação judicial, enquanto instrumento destinado a viabilizar a superação de crises financeiras por parte de empresas viáveis, depende essencialmente de informações confiáveis e de alta qualidade para que os diversos agentes envolvidos possam tomar decisões fundamentadas e consistentes. No entanto, a realidade prática demonstra que a assimetria de informações afeta de forma substancial a capacidade, em especial dos credores, em agir racionalmente⁴⁶, comprometendo os resultados esperados e ampliando os custos econômicos e sociais do processo.

O primeiro ponto crítico dessa assimetria está na falta de qualidade e padronização dos laudos de viabilidade econômica que acompanham os planos de recuperação judicial. Esses laudos, teoricamente, têm como objetivo principal demonstrar, com base em dados concretos e projeções financeiras realistas, a capacidade da empresa em crise de superar suas dificuldades e retornar à sustentabilidade financeira e operacional. No entanto, na prática, os laudos frequentemente apresentam falhas graves que prejudicam sua confiabilidade⁵⁴. Em muitos casos, observa-se a utilização de modelos genéricos e pouco detalhados, com premissas irreais ou inadequadas ao cenário específico da empresa. Alguns documentos simplesmente replicam projeções sem considerar a realidade econômica ou setorial da devedora, tornando-se mais um artifício formal do que uma ferramenta de análise estratégica.

Além disso, falta clareza nas premissas e nos métodos de cálculo apresentados nos laudos, o que impede uma avaliação rigorosa por parte dos credores e do administrador judicial. Indicadores importantes, como fluxo de caixa descontado, margens de lucro projetadas ou análises de múltiplos, são muitas vezes utilizados de forma imprecisa ou inconsistente, sem o devido detalhamento que permita a validação das hipóteses subjacentes. Projeções otimistas e desconectadas da realidade, que ignoram riscos setoriais ou macroeconômicos, são frequentemente aceitas, seja por conveniência ou pela incapacidade dos avaliadores de identificar suas inconsistências. Isso gera um ambiente de incerteza e desconfiança, comprometendo o potencial de colaboração entre credores e devedores.

⁴⁶ Tal ponto será evidenciado a partir dos dados coletados, à medida que, ao que se observou, a realidade econômico-financeira das empresas dificilmente é considerada de modo uniforme. ⁵⁴ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *op. cit.*, p. 73.

Outro elemento agravante da assimetria de informações é a incapacidade técnica de muitos credores em avaliar adequadamente os laudos e planos de recuperação apresentados. Isso é particularmente relevante em um cenário no qual os credores são compostos por uma pluralidade de agentes com diferentes níveis de sofisticação financeira, como instituições bancárias, fornecedores locais, trabalhadores e investidores estratégicos. Enquanto grandes instituições financeiras possuem equipes especializadas para analisar documentos técnicos, credores menores frequentemente carecem de recursos ou expertise para interpretar análises financeiras complexas. Isso os coloca em posição de desvantagem nas negociações, tornando-os mais vulneráveis a aceitar planos inadequados ou a rejeitar propostas potencialmente viáveis por falta de compreensão.

Adicionalmente, a divergência de interesses entre diferentes classes de credores intensifica os desafios impostos pela assimetria de informações. Credores garantidos, quirografários e fornecedores estratégicos frequentemente possuem prioridades conflitantes, o que dificulta a formação de consensos durante as assembleias de credores. Em um ambiente de desinformação ou de informações incompletas, essas divergências tendem a se acentuar, resultando em litígios e atrasos que aumentam os custos de transação e reduzem a eficácia do processo de recuperação. Em casos extremos, a incapacidade de alinhar interesses pode levar à rejeição de planos de recuperação, resultando na convolação em falência de empresas que, sob circunstâncias diferentes, poderiam ter sido reestruturadas com sucesso.

Esses problemas são exacerbados no contexto brasileiro pela ausência de regulamentação clara e padronização dos laudos de viabilidade econômica, bem como pela limitada fiscalização e supervisão sobre sua elaboração. Embora a LREF estabeleça diretrizes gerais para o processo de recuperação judicial, não há critérios específicos que determinem os requisitos mínimos para os documentos apresentados. Isso abre espaço para interpretações subjetivas e inconsistências na qualidade dos laudos, dificultando a aplicação de metodologias analíticas robustas e comparáveis. O papel do administrador judicial, embora central na mediação do processo, frequentemente não é suficientemente fortalecido para exigir maior rigor técnico ou transparência na apresentação das informações.

Os impactos da assimetria de informações no processo de recuperação judicial são significativos e abrangentes. Primeiramente, ela compromete a qualidade das decisões tomadas por credores e pelo Judiciário, que, sem informações confiáveis, são mais propensos a aprovar planos inviáveis ou a rejeitar propostas que poderiam ser benéficas. Isso não apenas aumenta a probabilidade de falência futura, mas também reduz a confiança no sistema como um todo, dificultando a cooperação entre as partes envolvidas. Além disso, a resolução de conflitos gerados pela desinformação ou pela interpretação divergente de documentos imprecisos eleva os custos de transação, prolongando a duração dos processos e reduzindo os benefícios econômicos da recuperação judicial.

Para mitigar esses problemas, é essencial adotar medidas que reduzam as assimetrias de informações e aumentem a transparência e a qualidade das análises apresentadas. Isso inclui a padronização dos laudos de viabilidade econômica, estabelecendo critérios claros e objetivos para sua elaboração e exigindo maior detalhamento das premissas e metodologias utilizadas. A criação de guias normativos ou manuais de boas práticas para os administradores judiciais também pode fortalecer a supervisão técnica e assegurar maior rigor na avaliação dos documentos.

Além disso, é necessário capacitar os credores, especialmente os menores, para que possam interpretar e avaliar os planos de recuperação de forma mais eficaz. Programas de educação financeira, acesso a ferramentas analíticas simplificadas e a disponibilização de consultorias independentes podem reduzir as barreiras técnicas e aumentar a participação informada nas negociações. O fortalecimento do papel do administrador judicial, incluindo a possibilidade de contratar peritos especializados para revisar os laudos de viabilidade, também pode contribuir para uma análise mais robusta e imparcial.

No contexto do agronegócio de Mato Grosso, a necessidade de informações confiáveis e análises técnicas adequadas é ainda mais crucial, dadas as características únicas e os riscos inerentes ao setor. Promover maior transparência e reduzir as assimetrias de informações são passos fundamentais para garantir que os processos de recuperação judicial nesse setor não apenas preservem empresas viáveis, mas também contribuam para a estabilidade econômica e social da região.

3.3 A Finalidade dos Procedimentos de Reestruturação

Os procedimentos de reestruturação empresarial são mecanismos fundamentais dentro da teoria econômica para assegurar a viabilidade das empresas em dificuldades financeiras e, conseqüentemente a estabilidade e o crescimento econômico. A reestruturação empresarial pode assumir várias formas, incluindo a renegociação de dívidas, mudanças na estrutura organizacional e ajustes estratégicos⁴⁷. Estes processos são essenciais não apenas para a sobrevivência das empresas individuais, mas também para a saúde geral da economia. Como pontuam Mattos e Proença como função precípua do sistema de reestruturação empresarial é:

[...] englobar a maximização de valor do devedor para o benefício dos credores, é fundamental que a decisão final entre reestruturar ou liquidar asse peço apreçamento (*valuation*) da empresa em crise: se ela valer mais como operação (*going concern*) do que a soma de seus ativos, faz sentido mante-la operando; se ela valer menos em operação do que seu valor patrimonial em mercado, faria sentido liquidá-la.⁴⁸

A recuperação empresarial, sob a perspectiva econômica, pode ser entendida como um processo estratégico voltado à restauração da viabilidade financeira e operacional de uma empresa que se encontra em dificuldades. Tal processo visa reverter a situação de crise e possibilitar a continuidade das atividades empresariais, a fim de evitar que a organização enfrente a falência. Para alcançar esses objetivos, o processo de recuperação empresarial pode envolver diferentes estratégias⁴⁹, tais como a renegociação de dívidas com credores, a reestruturação das operações, a adoção de medidas para redução de custos, a venda de ativos não essenciais, e até a busca por novos investimentos ou fontes de financiamento⁵⁰. Em síntese, o objetivo central da recuperação empresarial é reestabelecer o equilíbrio econômico-financeiro da empresa, assegurando sua sustentabilidade a longo prazo.

⁴⁷ TIROLE, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press, 2006, p. 432; ALTMAN, E. I. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. 3. ed. Hoboken: Wiley, 2016, p. 12.

⁴⁸ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *op. cit.*, p. 87.

⁴⁹ BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan. *Fundamentos de Investimentos*. São Paulo: McGraw-Hill, 2014.

⁵⁰ HOTCHKISS, E. S.; JOHN, K.; MOORADIAN, R. M.; THORBURN, K. S. *Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy: Analyze Leveraged Finance, Distressed Debt, and Bankruptcy*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 217.

A recuperação empresarial possui uma série de objetivos específicos que contribuem para a preservação da empresa e para a economia como um todo.

Primeiramente, busca-se a maximização do valor da empresa⁵¹. Evitando a liquidação forçada de ativos e a descontinuação de atividades, a recuperação empresarial permite que a empresa preserve seu valor econômico. Isso inclui tanto o valor de mercado quanto o valor social e produtivo que a organização agrega à economia, ou seja, seu potencial de geração de empregos e de transformação da realidade social à sua volta⁵². Dessa forma, a recuperação em tese não só beneficia os acionistas e/ou proprietários da empresa, como também garante a manutenção de sua contribuição econômica, seja em termos de emprego e produção de bens e serviços.

Um segundo objetivo essencial da recuperação é promover a eficiência alocativa. Ao reestruturar dívidas, ajustar operações e realocar recursos de forma estratégica, se permite que a empresa se torne mais produtiva e competitiva⁵³. Esse ajuste nas operações inclui não apenas mudanças na estrutura de custos e na gestão interna, mas também na alocação de capital, com a reestruturação da dívida, garantindo que os recursos da empresa sejam direcionados para as áreas de maior rentabilidade e potencial de crescimento. Além disso, as empresas que conseguem se reestruturar de maneira eficaz podem alcançar uma posição mais sólida no mercado, superando períodos de adversidade com maior resiliência. Doutro lado, empresas ineficientes não devem ser protegidas: “Empresários irrecuperáveis que exploram atividades inviáveis devem ser rapidamente retirados do mercado com a liquidação de seus ativos para o pagamento de seus credores”⁵⁴.

Quer isto dizer que a grande finalidade dos sistemas legais de reestruturação empresarial tem por objeto, como coloca Wood:

Em resposta aos danos causados por empresas insolventes — que incluem o impacto sobre os credores e a sociedade em geral — os objetivos do instituto da recuperação empresarial devem se limitar a dois propósitos principais e claros: evitar ou limitar novos fracassos, e resgatar empresas

⁵¹ "A lógica da preservação da empresa está pautada na maximização do valor dos ativos do devedor, que constitui o principal parâmetro subjetivo para definir sua recuperabilidade." MOREIRA, Pedro Ivo Lins. op. cit. p. 16.

⁵² ALTMAN, E.I., 2016, *op. cit.*, p. 37.

⁵³ TIROLE, J. *op. cit.*, p. 454.

⁵⁴ MOREIRA, Pedro Ivo Lins. op. cit. p. 13; WHITE, Michelle J. Does Chapter 11 Save Economically Inefficient Firms?. Washington University Law Quarterly, v. 72, 1994.

viáveis que possuam valor que justifique sua preservação. Caso a recuperação não seja considerada uma opção viável, a empresa deverá ser liquidada — um processo que resulta em sua dissolução e na venda de seus negócios/ativos para, na medida do possível, satisfazer as dívidas pendentes junto aos credores, conforme um sistema legal de prioridades. Na prática, a linha divisória entre liquidação e recuperação pode ser tênue, e os tribunais têm demonstrado relutância em intervir em casos em que os credores solicitaram revisão judicial, uma vez que tais decisões são de natureza comercial e, portanto, o administrador judicial (IP) goza de discricionariedade para determinar se a empresa é viável.⁵⁵

A preservação do capital humano ao fim é um dos pilares da recuperação empresarial. Ao evitar a falência e garantir a continuidade das atividades, a empresa mantém seu quadro de funcionários (ao menos parcialmente), protegendo os trabalhadores dos impactos do desemprego⁵⁶. A perda de capital humano pode ser um dos maiores custos de uma eventual falência, especialmente para empresas intensivas em conhecimento, nas quais os funcionários possuem habilidades especializadas e conhecimento sobre os processos internos da organização que uma vez afastados dificilmente serão aplicados em outro setor (quando altamente especializados). Além de reduzir os custos sociais relativos ao desemprego, a preservação dos empregos também contribui para a manutenção da coesão social e para a continuidade do ciclo econômico.

Outro objetivo relevante da recuperação empresarial é assegurar a estabilidade dos mercados. Empresas em recuperação que conseguem evitar a falência ajudam a manter a fluidez das cadeias de suprimento e a evitar rupturas que poderiam gerar desconfiança entre investidores, clientes e fornecedores – aqui inclusive possivelmente evitando falências em setores congêneres altamente dependentes⁶⁵. Em mercados interconectados altamente dependentes a falência de uma empresa pode ter efeitos em cadeia, desestabilizando outros negócios com os quais ela possui relações comerciais. Assim, ao contrário da falência, a teoria

⁵⁵ Tradução livre. No original: “In response to the harm caused by insolvent companies, which includes the impact on creditors and the wider society, the aims of corporate rescue must be limited to two clear overriding objectives: to limit or prevent further failure, and to rescue viable companies that have a value worth saving. Should rescue not be considered a viable option, the company would be liquidated – a process that leads to the company being wound up and its business/assets sold to satisfy, as far as possible, any debts outstanding to claimants according to a statutory system of priorities. The division between liquidation and rescue can in practice be a fine line, and the courts have shown reluctance to intervene in cases where creditors have asked the courts to review, since the decisions are commercial in nature and so the IP is afforded the discretion to determine whether the company had viability”. WOOD, John M. *The Interpretation and Value of Corporate Rescue*. Cheltenham: Edward Elgar, 2022, p. 3-4

⁵⁶ HOTCHKISS et al., op. cit. p. 289. ⁶⁵ TIROLE, J. *op. cit.*, p. 460.

econômica que sustenta os processos de recuperação e da tentativa de superação da crise é que a empresa contribua para a estabilidade e previsibilidade do ambiente de negócios, o que é fundamental para a confiança dos agentes econômicos e para o crescimento contínuo da economia.

Avaliando a literatura econômica recente é possível aferir que as recuperações judiciais podem oferecer benefícios significativos em comparação com os simples processos de falência, especialmente no contexto dos impactos econômicos locais. Em que pese não se ignore que os procedimentos de falência são benéficos no escopo geral como forma de redistribuição de fatores produtivos, há de se avaliar que em determinados casos as reestruturações empresariais, ao permitir que empresas em dificuldades financeiras continuem operando, contribuem para a estabilidade e o crescimento econômico local, ao contrário da falência, que por vezes resulta em efeitos adversos imediatos para a economia regional. As evidências coletadas por Bernstein e outros⁵⁷ reforça a conclusão de que as recuperações judiciais têm impactos menos negativos e até mesmo potencialmente positivos em comparação com as liquidações, ao menos em contextos locais específicos.

O estudo demonstra que as recuperações judiciais podem mitigar significativamente os efeitos econômicos negativos em nível local, que são frequentemente observados após a liquidação de empresas. Utilizando dados do censo dos EUA em nível de estabelecimento, os autores exploram os efeitos *spillover* da reestruturação e liquidação de empresas em relação a outras empresas geograficamente próximas. A principal conclusão do trabalho é que “dentro de um período de cinco anos, o nível de emprego cai substancialmente na vizinhança imediata dos estabelecimentos liquidados, em comparação com os estabelecimentos que passaram por reorganização.”⁵⁸. Enquanto a falência resulta em uma perda significativa de empregos no bloco censitário local, a reestruturação permite que os negócios continuem a operar e preservem os empregos de forma a evitar danos excedentes às partes mais vulneráveis desses procedimentos.

⁵⁷ BERNSTEIN, Shai; COLONNELLI, Emanuele; GIROUD, Xavier; IVERSON, Benjamin. 2018. Bankruptcy spillovers, NBER Working Papers 23162, 2018, National Bureau of Economic Research, Inc, disponível em <https://www.nber.org/papers/w23162>.

⁵⁸ Tradução livre. No original: "within a five-year period, employment declines substantially in the immediate neighborhood of the liquidated establishments, relative to reorganized establishments". Idem.

Continuam os autores "a maior parte dessa queda se deve ao menor crescimento dos estabelecimentos já existentes e, em menor grau, à redução da entrada de novos negócios na região"⁵⁹, de modo que é identificada como causa da redução no emprego e a desaceleração do crescimento das empresas existentes, seguida por uma diminuição na entrada de novos negócios na região. Estes efeitos negativos são amplificados quando a empresa falida opera no mesmo setor das empresas vizinhas, situação que pode parecer um contrassenso, mas que, segundo os autores, sugere que a falência pode interromper processos importantes de sinergia econômicas e reduzir o tráfego de consumidores na área.

Ou seja, notam-se vantagens da reestruturação em comparação com a falência é sua capacidade de preservar as chamadas economias de aglomeração, que são fundamentais para o desenvolvimento econômico local, destacando que: "se a aglomeração for relevante — isto é, se a concentração espacial da atividade econômica beneficiar as empresas dentro da aglomeração — a liquidação pode romper essas economias de aglomeração e, conseqüentemente, prejudicar as empresas vizinhas."⁶⁰. A preservação das operações de uma empresa em dificuldades por meio da reestruturação mantém as ligações de aglomeração, que são essenciais para a colaboração interempresarial, a transferência de conhecimento e a manutenção de mercados de trabalho locais robustos.

Por outro lado, a falência de empresas leva à ruptura dessas redes e sinergias locais. Os autores observam que "As evidências são incompatíveis com a ideia de que a liquidação leva à destruição criativa, pois a remoção de empresas falidas não resulta em um aumento na entrada de novos negócios nem na revitalização da área"⁶¹. Em vez de promover uma "destruição criativa" e revitalização do mercado local através da redistribuição eficiente de recursos, a falência tende a ter um efeito estagnante ou até mesmo recessivo na área circundante: "A liquidação leva à redução do fluxo de

⁵⁹ Tradução livre. No original: "most of the decline is due to lower growth of existing establishments and, to a lesser extent, reduced entry into the area". Idem.

⁶⁰ Tradução livre. No original: "if agglomeration matters—i.e., if spatial concentration of economic activity benefits firms within the agglomeration—liquidation might disrupt agglomeration economies and therefore hurt neighboring firms". Idem.

⁶¹ Tradução livre. No original: "the evidence is inconsistent with the notion that liquidation leads to creative destruction, as the removal of bankrupt businesses does not lead to increased entry nor the revitalization of the area". BERNSTEIN, Shai, et al. op. cit.

consumidores na área local e à diminuição dos spillovers de conhecimento entre as empresas"⁶².

Mas o processo de recuperação também pode estar associado a incentivos à inovação. Em muitos casos, a reestruturação exige a adoção de novas tecnologias, práticas de gestão mais modernas e processos produtivos mais eficientes. Isso não apenas permite que a empresa se adapte às novas exigências do mercado, como também abre espaço para inovações que podem aumentar sua competitividade e assegurar sua posição de destaque em seu setor de atuação, fazendo com que a crise momentânea gere como fruto uma empresa mais resiliente e moderna⁶³. A inovação torna-se, portanto, não apenas uma ferramenta de recuperação, mas também uma alavanca para o futuro sustentável.

Nesse interim, a reestruturação também tem o efeito de melhorar a eficiência dos mercados. Ao permitir que empresas com potencial de recuperação superem crises temporárias, ela evita a perda de capital e de recursos que seriam desperdiçados em processos de falência⁶⁴. Quando uma empresa falha, não apenas seus ativos físicos são perdidos, mas também seu *know-how*, redes de clientes e fornecedores e outros ativos intangíveis. Evitando esse desperdício, a recuperação contribui para a eficiência do mercado como um todo.

Também há de se destacar que as recuperações podem reduzir externalidades negativas típicas dos processos de falência⁶⁵, que muitas vezes resultam na desintegração de redes de produção, o que pode afetar negativamente outras empresas e setores que dependem de uma determinada organização para o fornecimento de insumos ou para a continuidade de processos produtivos⁶⁶.

Por fim, a recuperação empresarial também contribui para a estabilidade financeira⁶⁷, uma vez que a redução da incidência de inadimplência e perdas para os credores fortalece o sistema financeiro como um todo. Quando empresas evitam a falência, a exposição dos bancos e instituições financeiras a perdas é reduzida, o que,

⁶² Tradução livre. No original: "liquidation leads to a reduction in consumer traffic to the local area and to a decline in knowledge spillovers between firms". Idem.

⁶³ ALTMAN, E.I., 2016, op. cit., p. 76.

⁶⁴ TIROLE, J. op. cit., p. 464.

⁶⁵ WESTBROOK, Jay L. A Global View of Business Insolvency Systems. Washington: World Bank, 2010.

⁶⁶ HOTCHKISS et al., op. cit., p. 311.

⁶⁷ TIROLE, J. op. cit., p. 470.

por sua vez, diminui o risco sistêmico e aumenta a confiança dos investidores⁶⁸. Essa estabilidade financeira é crucial para o crescimento econômico sustentado, pois assegura que os mercados de crédito continuem a funcionar adequadamente. Se empresas viáveis fossem constantemente levadas à falência por problemas financeiros temporários, os investidores e credores se tornariam mais cautelosos ao conceder crédito, levando a uma contração da oferta de financiamento. Portanto, a recuperação empresarial ajuda a estabilizar o ambiente econômico, especialmente em tempos de crise, evitando efeitos sistêmicos de uma falência em larga escala. Por exemplo, durante a crise financeira de 2008, diversos bancos e grandes corporações optaram por processos de recuperação como forma de evitar o colapso completo de suas operações, sendo o caso do resgate da General Motors um exemplo emblemático.⁶⁹

No entanto, a análise *ex post* dos custos relacionados aos problemas financeiros das empresas revela que, em alguns casos, os custos da recuperação podem exceder o valor remanescente da própria empresa⁷⁰. Nessas circunstâncias, a falência pode ser a única opção viável. Uma alternativa possível é adotar um plano de recuperação que se adeque ao problema financeiro enfrentado, sendo possível imaginar cenários em que a maximização da utilidade social e a maximização do ativo disponível aos credores pode não necessariamente corresponder ao interesse dos acionistas da recuperanda.

De acordo com Haugen e Senbet⁷¹, os custos de falência não devem ser significativos, uma vez que as empresas em dificuldade financeira podem, em teoria, negociar extrajudicialmente sem impactar o valor da empresa. No entanto, as recuperações extrajudiciais podem apresentar dificuldades, como a resistência à renegociação e a assimetria de informações, que podem aumentar consideravelmente os custos de transação. Gilson⁷² argumenta que essas barreiras podem dificultar o

⁶⁸ BARBOSA, Klênio et al. *Impacto da Nova Lei de Falências no Mercado de Crédito Brasileiro*. Revista Economia Aplicada, v. 21, n. 3, 2017.

⁶⁹ HART, Oliver. *Different Approaches to Bankruptcy*. NBER Working Papers 7921, 2000, National Bureau of Economic Research, Inc, disponível em <https://www.nber.org/papers/w7921>.

⁷⁰ ALTMAN, E.I., 2016, *op. cit.*, p. 88.

⁷¹ HAUGEN, R. A.; SENBET, L. W. (1978). The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, 33(2), 383-393, p. 384.

⁷² GILSON, S. C. (1997). *Transaction Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms*. *Journal of Finance*, 52(1), 161-196, p. 171.

sucesso de uma reestruturação extrajudicial, tornando a recuperação judicial uma opção mais viável em muitos casos.

A recuperação judicial, por sua vez, oferece mecanismos para resolver esses conflitos, tais como regras de votação sem unanimidade e disposições legais que suspendem automaticamente execuções judiciais durante o processo de recuperação. Esses mecanismos ajudam a minimizar os conflitos de interesse entre credores e devedores e a facilitar a reestruturação das empresas em crise. Além disso, a legislação de recuperação e falência desempenha um papel crucial no sucesso desses processos, uma vez que pode criar um ambiente mais ou menos favorável à reestruturação⁷³.

É importante reconhecer que o sucesso da recuperação empresarial depende não apenas das medidas internas adotadas pela empresa, mas também do ambiente regulatório e institucional em que ela opera. A legislação que rege os processos de recuperação e falência pode favorecer tanto o devedor quanto o credor, influenciando significativamente os resultados da reestruturação. Uma legislação equilibrada, que proteja os interesses de ambas as partes, pode aumentar as chances de sucesso de um processo de recuperação, garantindo que empresas viáveis sejam preservadas e que aquelas sem perspectivas de recuperação sejam liquidadas de forma ordenada e eficiente⁷⁴.

A avaliação de empresas em crise e a viabilidade de continuidade são questões centrais no campo das finanças corporativas, especialmente quando se trata de empresas em dificuldades financeiras, e mais importante, é o ponto fulcral da LREF. Não há lógica jurídica a sustentar a manutenção de atividades de empresas cuja crise não é passageira, ou cujo custo social exceda o benefício social trazido a partir do processo de recuperação.

A complexidade envolvida na reestruturação de empresas e na sua eventual recuperação ou falência (que também é uma solução possível) requer uma análise detalhada e multifacetada, à medida que a manutenção de empresas inviáveis a fórceps é um gerador de ineficiência econômica⁷⁵.

⁷³ Gilson, S. C. (1997). *op cit.*, p. 179.

⁷⁴ HAUGEN, R. A; SENBET, L. W. *op. cit.*, p. 387.

⁷⁵ RESTUCCIA, Diego; ROGERSON, Richard. "The Causes and Costs of Misallocation". 2017. *Journal of Economic Perspectives* 31(3); 151-174.

O processo de avaliação de uma empresa em crise envolve a análise detalhada de sua estrutura financeira, modelo de negócios, contexto de mercado e as circunstâncias que levaram à sua situação de estresse financeiro. Altman e Hotchkiss apresentam elementos para compreender esses processos, começando com a identificação dos sinais de falência iminente, como a queda significativa na receita, aumento na alavancagem, e inadimplência em obrigações de dívida⁷⁶.

Os autores discutem a importância de métodos tradicionais de avaliação, como o DCF e a comparação com múltiplos de empresas similares, que precisam ser adaptados para levar em conta o risco elevado e a incerteza associada às empresas em crise⁷⁷. Além disso, o valor de liquidação, ou seja, o valor que os ativos da empresa gerariam se vendidos individualmente, é uma métrica importante para comparar com o valor de continuidade da empresa. Se o valor de liquidação exceder o valor em funcionamento, a partir de uma noção de geração de caixa livre, a falência e liquidação do ativo podem ser uma escolha mais racional, em que pese quicá mais traumática⁷⁸.

A avaliação de empresas em crise envolve uma adaptação dos métodos tradicionais, como o DCF. Para empresas em crise, é necessário ajustar as projeções de fluxo de caixa para refletir a incerteza elevada e os riscos adicionais, o que, contudo, não parece ser a prática brasileira, ante a ausência de requisitos mínimos para os relatórios de viabilidade econômica, que contam com alto grau de subjetividade e de ausência de padronização, o que, inclusive, dificultou a análise pretendida no presente trabalho. A taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa futuro deveria em tese incorporar um prêmio de risco maior, refletindo a possibilidade de falência ou recuperação incompleta⁷⁹, sendo porém que as projeções de fluxo de caixa no Brasil sequer obedecem ao critério “descontado”, de modo que o valor futuro nunca é trazido a presente.

Além disso, Altman e Hotchkiss sugerem o uso de múltiplos de mercado e benchmarking com empresas comparáveis para ajudar a determinar o valor da empresa, o que também não tem se demonstrado como prática corrente. No entanto,

⁷⁶ ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S. *op. cit.*, p. 102-104.

⁷⁷ *Idem*, p. 106-109.

⁷⁸ *Idem*, p. 105.

⁷⁹ *Idem*, p. 107.

a incerteza associada ao futuro desempenho financeiro da empresa torna esse método menos preciso do que em condições normais de mercado⁸⁰.

A decisão de se a empresa deve continuar operando ou ser liquidada é uma das mais críticas no processo de reestruturação. Altman e Hotchkiss enfatizam que essa decisão depende de uma análise cuidadosa do valor de continuidade da empresa em comparação com seu valor de liquidação. Empresas com um negócio principal sólido e uma base de clientes estável têm uma chance maior de se recuperar por meio de reestruturação financeira e operacional. No entanto, empresas com operações enfraquecidas ou que enfrentam um ambiente competitivo adverso podem enfrentar a falência como a opção que gera menor custo social⁹⁰.

Baird, em *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, critica o Capítulo 11 do Código de Falências dos EUA, argumentando que a reorganização muitas vezes distorce o valor real da empresa, especialmente quando os credores utilizam a "venda hipotética" de ativos como base para suas decisões⁸¹. Segundo Baird, a falência pode ser mais eficiente, permitindo que os ativos da empresa sejam redistribuídos de maneira mais clara e com menos custos associados⁸².

Os custos associados à falência e reestruturação corporativa são significativos. Altman e Hotchkiss revisam estudos que mostram que os custos diretos da falência, como taxas judiciais e honorários advocatícios, podem representar até 5% dos ativos da empresa, e os custos indiretos, como a perda de clientes e a queda na reputação da empresa, podem ser ainda mais impactantes, afetando o valor da empresa a longo prazo⁸³.

Esses custos são particularmente evidentes em casos como o da Adelphia Communications, um dos maiores escândalos de fraude corporativa dos EUA. Como Gilson explica, a falência da Adelphia envolveu a venda de ativos significativos por meio da Seção 363 do Código de Falências, um processo que permitiu a liquidação eficiente de ativos, mas com custos significativos para a empresa em termos de perda de valor de mercado e reputação⁸⁴.

⁸⁰ ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S., *op. cit.*, p. 108. ⁹⁰ Idem, p. 123-125.

⁸¹ BAIRD, D. G. *The uneasy case for corporate reorganizations*. University of Chicago Law Review, v. 115, n. 2, p. 128-131, 2006, p. 128-129.

⁸² Idem, p. 131.

⁸³ ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S., *op. cit.*, p. 4-5.

⁸⁴ GILSON, S. C. *Creating Value through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*. 2. ed. Hoboken: Wiley, 2010, p. 291.

Por outro lado, a falência pode oferecer benefícios estratégicos para a empresa, como observa White⁸⁵. O processo de falência, segundo ele, oferece uma proteção importante contra credores, permitindo que a empresa renegocie suas dívidas sob a supervisão do tribunal e evite a liquidação precipitada de seus ativos⁸⁶. Esse "respiro" proporcionado pela falência pode ser essencial para dar à empresa o tempo necessário para reestruturar suas finanças e operações, conforme destacado no caso do Kmart, que usou o Capítulo 11 para se reorganizar e eventualmente se fundir com a Sears⁸⁷.

Uma parte essencial do processo de reestruturação envolve a reestruturação financeira e operacional. Altman e Hotchkiss destacam que uma reestruturação bem sucedida muitas vezes depende da renegociação da dívida da empresa, permitindo que ela continue operando com uma carga financeira menor⁸⁸. No entanto, a reestruturação financeira sozinha não é suficiente. A reestruturação operacional, que envolve melhorias nos processos de produção, corte de custos e mudanças na gestão, é igualmente importante para garantir que a empresa possa se recuperar e competir de maneira eficiente no mercado⁸⁹.

Gilson apresenta o exemplo da Scott Paper Company, que realizou uma reestruturação severa após anos adiando-a. A nova gestão demitiu quase um terço da força de trabalho e cortou drasticamente os custos operacionais, medidas que foram consideradas essenciais para garantir a sobrevivência da empresa⁸⁹. Essa reestruturação agressiva foi criticada por alguns analistas, mas acabou sendo crucial para reposicionar a empresa no mercado.

Os estudos de caso fornecidos por Gilson, Altman e Hotchkiss fornecem exemplos claros de como as teorias e métodos de reestruturação se aplicam na prática. Três exemplos particularmente relevantes são os da Kmart, Flagstar Companies e Adelphia Communications.

Kmart, Um dos maiores casos de reestruturação no setor de varejo, o Kmart utilizou o Capítulo 11 para rejeitar contratos de locação não lucrativos e renegociar

⁸⁵ WHITE M.J. Why It Pays to File for Bankruptcy: A Critical Look at Incentives under U.S. Bankruptcy Laws and A Proposal for Change. Univ. of Chicago Law Rev. 1998. 65:685-732.

⁸⁶ Idem, p. 685.

⁸⁷ GILSON, S. C., *op. cit.*, p. 85.

⁸⁸ ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S., *op. cit.*, p. 127 ⁸⁹ ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S., *op. cit.*, p. 130.

⁸⁹ GILSON, S. C., *op. cit.*, p. xx.

com fornecedores. A participação de investidores abutres, como Edward Lampert, também foi crucial para a reorganização e posterior fusão com a Sears⁹⁰.

Flagstar Companies, a tentativa de reestruturação pré-negociada (*prepackaged bankruptcy*) da Flagstar envolveu uma disputa acirrada entre credores seniores e juniores sobre a avaliação dos ativos da empresa. Esse caso exemplifica como conflitos entre credores podem complicar o processo de reorganização¹⁰².

Adelphia Communications, marcado por um dos maiores escândalos de fraude corporativa, o caso Adelphia destacou o uso da Seção 363 do Código de Falências para a venda de ativos durante a falência. O processo foi eficaz para maximizar o valor dos ativos da empresa, mas resultou em uma perda significativa de valor para os credores originais⁹¹.

Porém um dos maiores desafios enfrentados durante a reestruturação de empresas é a assimetria de informações entre os *stakeholders*. Credores, acionistas e gestores podem ter diferentes perspectivas sobre o valor da empresa e suas perspectivas futuras, o que torna o processo de negociação mais complicado. A assimetria de informações entre os credores e a empresa cria dificuldades nas negociações, principalmente quando há muitos credores envolvidos com interesses divergentes.

Essa situação também gera problemas de coordenação, como destacam Altman e Hotchkiss, já que os credores muitas vezes não conseguem chegar a um acordo sobre a melhor abordagem para a reestruturação da empresa. Alguns credores podem preferir a falência para garantir o retorno imediato sobre seus empréstimos, enquanto outros podem estar dispostos a apoiar uma reestruturação de longo prazo⁹².

Os credores desempenham um papel central no processo de reestruturação, sendo tanto participantes ativos nas negociações quanto potenciais beneficiários ou perdedores dos resultados finais. Altman e Hotchkiss destacam que os credores podem ter motivações divergentes, o que pode complicar ainda mais o processo de reorganização⁹³. Investidores abutres (*vulture investors*), que comprem dívida de empresas em dificuldades a preços baixos, frequentemente desempenham um papel influente na definição do destino dessas empresas.

⁹⁰ GILSON, S. C., *op. cit.*, p. 85; 115. ¹⁰² Idem, p. 185.

⁹¹ Idem, p. 291.

⁹² ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S., *op. cit.*, p. 110-115.

⁹³ Idem, p. 130.

Gilson detalha como, no caso do Kmart, Edward Lampert, um desses investidores, adquiriu uma participação significativa durante o processo de falência e, posteriormente, influenciou a fusão da empresa com a Sears⁹⁴. Esses investidores buscam maximizar o valor de seus investimentos e, muitas vezes, utilizam suas participações acionárias ou dívidas para pressionar por decisões que aumentem seus retornos, o que nem sempre está alinhado com os interesses de longo prazo da empresa ou de outros stakeholders.

A avaliação de empresas em crise e a decisão sobre sua continuidade ou falência são questões complexas, que envolvem considerações financeiras, operacionais e estratégicas.

Tem-se assim que Altman e Hotchkiss fornecem uma base sólida para entender esses processos, destacando a importância de comparar o valor de liquidação com o valor em funcionamento da empresa. A reestruturação financeira, por meio da renegociação de dívidas e concessões de credores, é essencial para que a empresa possa sobreviver, mas deve ser complementada por uma reestruturação operacional para garantir que a empresa possa competir de forma eficaz a longo prazo. Mas é essencial ponderar: nem sempre recuperar é a solução mais eficiente, tampouco deve ser almejada a qualquer custo.

Em última análise, a viabilidade de continuidade de uma empresa em crise depende de uma combinação de fatores financeiros e operacionais, e a capacidade de gerir esses fatores de maneira eficaz é o que determina o sucesso ou o fracasso da reestruturação. Os custos e benefícios da reestruturação e da falência precisam ser cuidadosamente equilibrados para maximizar o valor para credores, acionistas e outros stakeholders envolvidos no processo.

Nesse cerne em especial, Altman e Hotchkiss se concentram nas reorganizações empresariais, tanto nas que resultaram em sucesso quanto nas que levaram ao fracasso, com base em evidências empíricas. Os autores detalham vários casos de reestruturação empresarial, explorando os fatores que influenciam os resultados de processos de recuperação judicial e reestruturação financeira com o objetivo de identificar os elementos comuns que podem prever o sucesso ou fracasso

⁹⁴ GILSON, S. C., *op. cit.*, p. 85.

de uma reestruturação, fornecendo insights para o desenvolvimento de uma teoria e prática da recuperação de empresas.

Um dos principais temas abordados por Altman e Hotchkiss é a identificação dos fatores que contribuem para o sucesso das reestruturações. Eles destacam que a combinação de uma gestão eficaz e uma reestruturação financeira cuidadosa são essenciais para aumentar as chances de uma empresa sair da crise de forma sustentável. Empresas que conseguem implementar cortes de custos operacionais, aumentar a eficiência e reduzir sua dívida através de renegociações bem-sucedidas com credores tendem a ter melhores resultados. Conforme afirmam: "a capacidade de implementar rapidamente melhorias operacionais e de obter concessões financeiras por parte dos credores frequentemente determina o sucesso da reorganização"⁹⁵.

Outro fator importante é a presença de uma demanda estável por produtos ou serviços da empresa. Negócios que ainda conseguem manter uma base de clientes e um fluxo de receitas constante têm mais chances de se recuperar. Nesse sentido, Altman e Hotchkiss argumentam que "empresas com posições sólidas de mercado e demanda estável têm maior probabilidade de emergir com sucesso de um processo de reorganização"⁹⁶. Essas empresas podem utilizar a reestruturação para ajustar suas operações sem perder significativamente sua competitividade no mercado.

Mas é interessante também avaliar o motivo pelos quais muitas reorganizações fracassam. Um ponto central é a relutância em implementar mudanças operacionais significativas. Empresas que falham em reduzir custos de maneira suficiente ou que tentam manter sua estrutura anterior, mesmo quando ela é financeiramente inviável, geralmente enfrentam dificuldades para se recuperar. Segundo os autores "muitas empresas não conseguem implementar mudanças operacionais profundas, o que leva à recorrência de dificuldades financeiras"⁹⁷.

Além disso, um fator comum em reorganizações malsucedidas é a falta de alinhamento entre os interesses dos credores e dos acionistas. Credores podem

⁹⁵ Tradução livre. No original: "the ability to quickly implement operational improvements and achieve financial concessions from creditors often determines the success of the reorganization". ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S., *op. cit.*, p. 455.

⁹⁶ Tradução livre. No original: "firms with solid market positions and stable demand are more likely to emerge successfully from reorganization". Idem, p. 457.

⁹⁷ Tradução livre. No original: "many firms fail to implement deep operational changes, leading to repeated financial distress". ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S., *op. cit.*, p. 460.

pressionar por uma liquidação ou venda de ativos para recuperar seus investimentos o mais rápido possível, enquanto os acionistas preferem estratégias que preservem o controle da empresa, mesmo que essas estratégias envolvam maior insucesso. Os autores comentam que "conflitos entre credores e acionistas frequentemente agravam as dificuldades para se alcançar uma reorganização bem-sucedida."⁹⁸

Altman e Hotchkiss dedicam análise específica ao papel dos credores nos processos de reestruturação, observando que sua influência é crítica tanto para o sucesso quanto para o fracasso de uma reorganização. Credores que estão dispostos a fazer concessões e negociar novos termos de dívida com a empresa aumentam a probabilidade de sucesso da recuperação. No entanto, quando os credores se tornam inflexíveis, pressionando pela liquidação ou venda de ativos, o processo de reestruturação pode falhar⁹⁹.

Além disso, os credores têm um papel direto na supervisão das operações da empresa durante o processo de recuperação. O uso de *DIP financing*, que permite à empresa em recuperação continuar operando com financiamento supervisionado pelo credor especial, é apresentado como uma ferramenta eficaz para garantir que as operações da empresa sejam mantidas durante a reestruturação. Altman e Hotchkiss destacam que o *DIP financing* "fornece liquidez essencial às empresas em processo de reorganização, permitindo que continuem operando enquanto realizam a reestruturação"¹⁰⁰, sendo um relevante método de gestão de crise.

A partir da análise de Altman e Hotchkiss é possível se extrair uma visão abrangente sobre as reorganizações empresariais, destacando os fatores que influenciam o sucesso e o fracasso desses processos. A análise dos autores mostra que uma combinação de gestão eficaz, apoio dos credores e implementação de mudanças operacionais profundas são cruciais para aumentar as chances de recuperação de empresas em crise. No entanto, o capítulo também alerta para os riscos de falha, especialmente em casos onde há conflitos entre credores e acionistas ou relutância em implementar mudanças significativas, ou mesmo nas hipóteses em que os dados financeiros não fazem muito sentido.

⁹⁸ Tradução livre. No original: "conflicts between creditors and shareholders often exacerbate the difficulties in achieving a successful reorganization". Idem, p. 462.

⁹⁹ Idem, p. 465.

¹⁰⁰ Tradução livre. No original: "provides crucial liquidity to firms undergoing reorganization, allowing them to continue operations while restructuring". Idem.

3.4 A Finalidade dos Procedimentos de Falência

Frank Borman, comandante da missão Apollo 8, a primeira a orbitar a lua, certa vez pontificou que “capitalismo sem falência é como cristianismo sem inferno” (“*capitalism without bankruptcy is like Christianity without hell*”¹⁰¹). Além de astronauta Borman era CEO da Eastern Airlines no período em que a companhia caminhava à falência – experiência talvez mais relevante ao tema do que sua carreira impressionante como astronauta.

Embora o foco principal deste trabalho recaia sobre os mecanismos e resultados da recuperação judicial, não se pode analisar com profundidade o instituto sem considerar, ainda que secundariamente, o seu contraponto jurídico e econômico: a falência. Ambos os procedimentos integram o mesmo sistema de insolvência, sendo, portanto, duas faces daquela mesma moeda. Compreender os fundamentos econômicos e institucionais da falência permite iluminar, por contraste, as virtudes, limites e justificativas da recuperação, especialmente no que tange à avaliação da viabilidade econômica das empresas em crise. Saber “quando recuperar” exige também saber “quando não recuperar”. É nesse sentido que a presente seção se dedica a uma breve incursão pela literatura especializada sobre os objetivos, benefícios e riscos associados aos processos falimentares.

As pesquisas que serão expostas, cada qual a seu modo, evidenciam como sistemas jurídicos bem estruturados e eficazmente aplicados promovem melhor alocação de recursos, facilitam o financiamento externo, aumentam a produtividade e favorecem o crescimento econômico sustentável.

Há também aqueles que demonstram que a falha em viabilizar a adequada extinção de negócios inviáveis – e, ainda pior, as tentativas malfadadas de prolongar artificialmente sua sobrevivência – impõem custos econômicos e sociais elevados.

Ainda, no campo das finanças corporativas, há artigos que revisam os custos e as consequências da resolução de empresas em *distress*, demonstrando empiricamente como diferentes estratégias – renegociação privada, liquidação ou reorganização judicial – produzem efeitos diversos sobre a produtividade e a eficiência econômica. Em conjunto, esses trabalhos constituem arcabouço teórico-empírico

¹⁰¹ BORMAN, Frank. Fonte: <https://www.forbes.com/quotes/3057/>, acesso em 04/04/2025.

robusto que sustenta a importância da eficiência institucional no tratamento da insolvência e sua conexão direta com o desempenho macroeconômico.

Aghion, Hart e Moore¹⁰² promoveram análise acerca dos sistemas judiciais de insolvência, aplicados à reestruturação e falências, investigando sua relação direta com a produtividade do ponto de vista econômico. A análise toma por base o contexto da transição econômica dos países do Leste Europeu após a dissolução da União Soviética, e suas conclusões parecem de fato transcender o contexto inicial e oferecem contribuições relevantes também para economias emergentes, que passam por desafios como a baixa institucionalidade.

Essa transcendentalidade decorre do compartilhamento de um certo grau de complexidade do cenário enfrentado pelas economias em transição. Os autores observam a necessidade de urgência na implementação de mecanismos jurídicos eficientes para a tratativa da insolvência empresarial, como uma espécie de prérequisito essencial para garantir a realocação rápida e eficiente de recursos econômicos, especialmente ativos produtivos e capital. Segundo os autores, a ausência ou ineficiência desses mecanismos resulta inevitavelmente em desperdício significativo de recursos econômicos, reduzindo a produtividade geral e desacelerando o desenvolvimento econômico – fazendo aqui parte do custo silencioso das recuperações judiciais economicamente inviáveis.

A análise parte da detalhada investigação dos sistemas predominantes nos Estados Unidos, com especial atenção ao Capítulo 7 e ao Capítulo 11 da legislação de falências americana. A primeira envolvendo a falência em sentido estrito, com foco em liquidações rápidas, normalmente conduzidas por meio de leilões de ativos das empresas insolventes. Embora seja em tese um método relativamente simples e direto, os autores identificam importantes limitações práticas e econômicas. Um grande problema identificado pelos autores é o "*fire sale*", as vendas precipitadas que resultam na comercialização de ativos muito abaixo do valor real, causando uma perda substancial de valor econômico e deteriorando significativamente a eficiência econômica e a produtividade das empresas envolvidas e, por extensão, da economia como um todo.

¹⁰² AGHION, Philippe; HART, Oliver; MOORE, John. The Economics of Bankruptcy Reform. NBER Working Papers 6727, 1994, National Bureau of Economic Research, Inc, disponível em <https://www.nber.org/system/files/chapters/c6727/c6727.pdf>

De outro lado o Capítulo 11 permite que empresas em dificuldades financeiras busquem uma reestruturação organizada, supervisionada judicialmente, para renegociar suas dívidas e prosseguir em operação, correspondendo ao procedimento de recuperação judicial brasileiro. Entretanto, o estudo revela que essa abordagem é marcada por diversos entraves burocráticos, conflitos de interesses prolongados entre credores, acionistas e gestores, e custos elevados associados ao processo. Particularmente grave é a tendência a favorecer indevidamente a gestão que já conduziu a empresa à situação de insolvência, mantendo frequentemente a mesma liderança e, conseqüentemente, permitindo decisões subótimas que prejudicam ainda mais a recuperação econômica da empresa – questão que, como será demonstrado na análise dos dados coletados, continua sendo a regra também na amostra avaliada.

Os autores demonstram que sistemas judiciais eficientes para resolução de falências são fundamentais para o incremento direto da produtividade econômica. Isso porque permitem que ativos produtivos sejam rapidamente redirecionados para usos mais eficientes e lucrativos, minimizando perdas decorrentes de conflitos judiciais extensos e incertezas econômicas prolongadas. Isto é, as falências ajudam a desmobilizar ativos que são aplicados em atividades condenadas, para que possam então integrar novas atividades. Assim, essa eficiência judicial contribui significativamente para uma economia estável, previsível e produtiva, fortalecendo a confiança entre investidores, credores e *stakeholders*.

Ainda em reforço ao papel das falências, é relevante citar o artigo de Caballero, Hoshi e Kashyap¹⁰³, onde analisados os efeitos do direcionamento de crédito a negócios inviáveis ("*zombie lending*") pelos bancos japoneses durante a estagnação econômica que foi vivenciada pelo Japão nos anos 1990. O fenômeno afetou diretamente a produtividade econômica, impedindo o processo de "destruição criativa"¹⁰⁴, essencial para a recuperação econômica.

As empresas zumbi são aquelas que, apesar de economicamente inviáveis, continuaram operando devido ao crédito subsidiado por bancos. Este crédito subsidiado muitas vezes tomou forma em taxas de juros reduzidas, perdão de dívidas ou concessões de prazos adicionais para pagamento, sob o incentivo de política

¹⁰³ CABALLERO, Ricardo J.; HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil K. *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*. NBER Working Papers 12129, 2006, National Bureau of Economic Research, Inc, disponível em <https://www.nber.org/papers/w12129>

¹⁰⁴ SCHUMPETER, J. A. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Routledge, 1942.

monetária de *quantitative easing*. Tal prática permitiu que empresas improdutivas permanecessem no mercado, prejudicando profundamente o ambiente competitivo.

A presença dessas empresas distorceu significativamente a competição no mercado japonês. Isso aconteceu principalmente porque as empresas zumbi continuaram competindo por recursos (e crédito), reduzindo preços e elevando salários artificialmente, impedindo a entrada de novas empresas produtivas ou a expansão de empresas existentes mais eficientes. Como consequência, a produtividade geral da economia japonesa foi severamente comprometida, efeito nefasto da dificuldade em viabilizar as falências quando necessário.

Neutralizando os efeitos, ou seja, na ausência de interferências (cortando os subsídios bancários), as empresas zumbi teriam saído do mercado, permitindo uma realocação mais eficiente de recursos produtivos escassos. Essa saída, embora possa parecer dolorosa em curto prazo devido à destruição de empregos e ao fechamento de empresas, seria benéfica no longo prazo por liberar recursos para empresas mais produtivas, aumentando a produtividade total da economia demonstrando o valor das falências.

São diversas as consequências negativas indiretas sobre empresas saudáveis. Por meio de regressões econométricas foi notado que quanto maior a proporção de empresas zumbi em um setor específico, maior era o impacto negativo sobre investimentos e crescimento das empresas saudáveis no mesmo setor. Este fenômeno foi descrito como um efeito de "congestionamento" do mercado, no qual as empresas zumbi reduzem as oportunidades e a lucratividade para as empresas nãozumbi.

Dessa forma a estagnação econômica prolongada do Japão nos anos 1990 e início dos anos 2000 pode ser, em grande parte, atribuída à presença significativa de empresas zumbi sustentadas por crédito subsidiado dos bancos. É um demonstrativo importante para a compreensão dos efeitos devastadores que um sistema financeiro e judicial ineficiente pode ter sobre a produtividade econômica.

Outro artigo seminal é apresentado por Djankov, Hart, McLiesh e Shleifer¹⁰⁵ oferece uma das mais abrangentes análises empíricas já realizadas sobre a eficiência dos sistemas de execução de dívidas ao redor do mundo, com forte foco em como as

¹⁰⁵ DJANKOV, Simeon; HART, Oliver; MCLIESH, Caralee; SHLEIFER, Andrei. Debt Enforcement Around the World. *Journal of Political Economy*, 2008, vo. 116, n. 61. The University of Chicago.

estruturas judiciais e legais influenciam diretamente a produtividade econômica. O estudo envolveu profissionais jurídicos de 88 países, que foram solicitados a descrever como ocorreria o processo de execução de dívida de uma empresa fictícia (Hotel Mirage), fornecendo dados comparáveis sobre tempo, custo e desfecho do processo.

A simulação do caso fornece dados sobre três principais procedimentos utilizados mundialmente: (1) a execução extrajudicial (*foreclosure*), (2) a liquidação judicial (falência), e (3) a reorganização judicial (recuperação judicial). Cada procedimento é avaliado quanto à sua capacidade de preservar o valor econômico da empresa, seu tempo de duração, custos associados e se o resultado preserva a empresa como um empreendimento em funcionamento (*going concern*).

Os resultados são bastante graves. Em média, apenas 36% dos países conseguem alcançar o desfecho eficiente, mantendo a empresa como uma unidade operacional. Mundialmente, estima-se que 48% do valor dos ativos é perdido durante o processo de execução da dívida. As perdas são atribuídas principalmente a três fatores: i) altos custos transacionais (custas judiciais, honorários advocatícios, etc.), ii) longos prazos para resolução da demanda, e iii) decisões judiciais que resultam em liquidação quando a reestruturação seria economicamente mais eficiente.

Um dos principais achados é a forte correlação entre a eficiência dos sistemas de execução de dívidas e o nível de renda per capita dos países. Países ricos têm, em média, procedimentos mais rápidos, menos custosos e mais eficazes. A eficiência média dos países ricos foi de 77,3%, enquanto nos países de renda média-alta caiu para 46,1%, e nos de renda média-baixa, para apenas 35%. O estudo também identifica que a origem legal dos sistemas jurídicos importa: países de tradição jurídica *common law* apresentaram desempenho significativamente superior aos de tradição continental europeia¹⁰⁶.

Outro fator relevante analisado é a estrutura dos recursos (*appeals*) dentro dos sistemas judiciais. Sistemas que permitem múltiplos recursos com efeito suspensivo automático nos processos durante sua tramitação tendem a apresentar menor eficiência, pois os processos tornam-se mais longos e custosos. Por outro lado,

¹⁰⁶ POSNER, Richard A. A reply to some recent criticisms of the efficiency theory of the common law. *Hofstra Law Review*, v. 9, n. 3, p. 775-794, 1981.

sistemas que permitem que os processos sigam mesmo na pendência de recursos — sem efeito suspensivo — apresentam melhores resultados em tempo e custo.

A possibilidade legal de realizar a execução extrajudicial da garantia (sem necessidade de intermediação judicial) melhora significativamente a eficiência do processo — exemplo brasileiro vem com a Lei de Alienação Fiduciária, importante reforma microeconômica de proteção de crédito. Quando o credor pode tomar posse e vender o ativo dado em garantia fora do Judiciário, com respaldo contratual prévio,¹⁰ os desfechos tendem a ser mais rápidos, menos custosos e mais alinhados ao valor econômico dos ativos.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny¹⁰⁷ analisam a relação entre sistemas jurídicos, proteção aos investidores e desenvolvimento dos mercados financeiros. A pesquisa, baseada em uma amostra de 49 países, investiga como diferenças na origem dos sistemas legais e na efetividade da sua aplicação afetam o tamanho, o alcance e o valor dos mercados de capitais, tanto de ações quanto de dívidas.

A hipótese central dos autores é que a habilidade de uma empresa em captar recursos externos, seja por ações ou por dívida, depende fortemente do grau de proteção que os investidores (acionistas e credores) recebem contra os gestores e acionistas controladores. Essa proteção se dá por meio de regras legais e da sua efetiva aplicação. Em outras palavras, onde os direitos dos investidores são mais robustos e bem aplicados, os mercados financeiros são mais amplos, líquidos e acessíveis, de forma que o desenvolvimento institucional de proteção do credor tornasse premente.

Novamente os países de origem *common law* apresentaram os sistemas de proteção mais fortes para investidores, enquanto os países de origem francesa revelaram os mais fracos. Essa diferenciação foi observada tanto nos direitos dos acionistas (*antidirector rights*) quanto nos dos credores (*creditor rights*).

Para quantificar a proteção legal aos investidores, os autores desenvolveram índices específicos. O índice de direitos dos acionistas considera cinco aspectos legais, sendo relevante destacar a retenção das ações até a assembleia geral, voto

¹⁰⁷ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, pp. 1131-1150.

cumulativo para eleição de diretores, mecanismos legais de defesa de acionistas minoritários, e percentual mínimo para convocar assembleia extraordinária. Já o índice de direitos dos credores considera fatores como restrições à administração para solicitar reorganização, ausência de suspensão automática (*stay*) sobre ativos, destituição da administração durante a reorganização, e prioridade dos credores com garantia na liquidação dos ativos.

Além das regras formais, o estudo incorpora uma medida da efetividade da aplicação das leis: o índice "*rule of law*", derivado de avaliações sobre a tradição e a eficiência do sistema de justiça em proteger os contratos e direitos. Esse índice é essencial porque é necessário que a lei produza os efeitos desejados sobre a confiança dos investidores e o funcionamento dos mercados.

A análise empírica demonstra que os países com maior proteção legal e melhor *enforcement* possuem mercados de capitais mais amplos. Isso é refletido em variáveis como a razão entre capitalização de mercado e PIB, o número de empresas listadas por milhão de habitantes, o número de IPOs por ano, e o estoque total de dívida privada. Os resultados mostram ainda que países com maiores direitos dos acionistas têm mais empresas listadas e mais IPOs, e que a presença da regra "uma ação, um voto" está correlacionada com maior capitalização de mercado. Para a dívida, os resultados são similares, mas ligeiramente mais fracos: o *enforcement* da lei é mais importante do que as regras formais para explicar a profundidade dos mercados de crédito.

Portanto a qualidade do ambiente jurídico – tanto em termos de regras quanto de *enforcement* – é um determinante crítico da profundidade, da liquidez e da abrangência dos mercados de capitais. A pesquisa reforça o argumento de que sistemas judiciais eficientes são fundamentais para a produtividade econômica ao facilitarem o financiamento externo, a alocação eficiente de recursos e a confiança dos investidores.

Com base na análise dos estudos apresentados, é possível concluir o objetivo desta seção, em promover uma certa desmistificação das falências. Ainda que o procedimento falimentar seja, por sua natureza, traumático — envolvendo a dissolução de empresas, a desmobilização de ativos e, muitas vezes, efeitos sociais relevantes como o desemprego e a perda de arrecadação tributária — os dados e teorias revisados indicam que tais efeitos devem ser compreendidos dentro de uma

lógica econômica mais ampla, que valoriza a eficiência, a realocação de recursos e a produtividade agregada. As falências, quando bem conduzidas, deixam de ser meramente terminais para se tornarem instrumentos importantes de reorganização dos fatores produtivos, deslocando capital, maquinário e trabalho para setores e empreendimentos mais eficientes.

Economias saudáveis não apenas toleram a falência — elas a institucionalizam e a administram de forma célere, previsível e funcional, permitindo que os recursos não fiquem aprisionados em atividades improdutivas. Mais do que isso, tais economias entendem que o custo de manter empresas inviáveis em funcionamento, especialmente por meio de subsídios estatais ou leniência institucional, é superior ao custo da própria falência. É nesse ponto que a literatura sobre *zombie firms* se torna particularmente relevante: quando o sistema jurídico e financeiro falha em permitir a extinção rápida e eficaz de negócios falidos, o resultado é a estagnação da produtividade, o sufocamento da inovação e a redução do dinamismo econômico.

Desta forma é importante ressaltar que permitir falências — e, sobretudo, permitir que elas ocorram de forma eficiente — não é sinal de fraqueza institucional, mas, ao contrário, uma característica essencial de economias maduras, competitivas e comprometidas com o crescimento sustentável.

4. A RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO AGRONEGÓCIO DO ESTADO DE MATO GROSSO

O presente capítulo analisa o cenário da recuperação judicial no setor do agronegócio no estado de Mato Grosso, explorando os critérios utilizados para a definição da amostra e as principais observações extraídas do estudo. Mato Grosso foi escolhido devido à sua relevância estratégica no agronegócio brasileiro e à concentração de empresas desse setor enfrentando processos de reestruturação econômica.

Com base em dados processuais e financeiros, serão abordados aspectos como a forma empresarial, os motivos da crise, os métodos aplicados na recuperação e a composição do quadro de credores. A análise utiliza indicadores financeiros e métodos de avaliação baseados no GCL +10 e no VPL para verificar a viabilidade

econômica das empresas, fornecendo uma visão global sobre a efetividade do processo de recuperação judicial no estado.

A escolha desses elementos para análise se deu por força maior, à medida que GCL é o único elemento financeiro constante de projeção de resultados das empresas utilizado de forma unânime, por determinação legal¹⁰⁸. A avaliação de saúde financeira durante o processo de recuperação judicial, ou ainda durante a vigência do PRJ aprovado, é bastante limitado ante a ausência de padronização dos relatórios de acompanhamento¹⁰⁹.

4.1 Definição da Amostra

Para a definição da amostra deste estudo, foram utilizados dados provenientes do TJMT, especificamente referentes a procedimentos de recuperação judicial cujos débitos iniciais estimados fossem superiores a R\$ 5.000.000,00. A escolha do Estado de Mato Grosso como foco da análise justifica-se pela predominância do agronegócio em sua economia, sendo um dos estados mais representativos do setor agrícola no Brasil, além da disponibilidade de dados necessários para a pesquisa. O critério de escolha para o valor mínimo de dívida foi adotado com o intuito de excluir procedimentos menos complexos e que pudessem não refletir adequadamente as características das empresas que lidam com grandes volumes de endividamento e, por conseguinte, estratégias mais robustas de recuperação.

O corte temporal, por sua vez, foi estabelecido para incluir os processos classificados como recuperações judiciais a partir de 2015, uma vez que antes desse período não havia dados formalmente catalogados como recuperações judiciais, embora existissem procedimentos em andamento que poderiam ser assim classificados (fenômeno que pode ser compreendido como "rubrica escondida"). O corte final em 2022 foi aplicado para evitar incluir processos recentes demais, que não

¹⁰⁸ Art. 51. A petição inicial de recuperação judicial será instruída com:

II – as demonstrações contábeis relativas aos 3 (três) últimos exercícios sociais e as levantadas especialmente para instruir o pedido, confeccionadas com estrita observância da legislação societária aplicável e compostas obrigatoriamente de:

d) relatório gerencial de fluxo de caixa e de sua projeção;

¹⁰⁹ Medida esta que só veio em 2020, através da Recomendação 72/2020 do Conselho Nacional de Justiça. Esta que, como indicado em seu próprio nome, somente tem condição de recomendação, sem quaisquer sanções legais atreladas a seu descumprimento.

tenham atingido o prazo legal mínimo de dois anos estabelecido pela LREF para a tramitação do processo de recuperação judicial. A inclusão de dados pós-2022 poderia enviesar os resultados, já que esses processos ainda não teriam tempo suficiente para uma análise adequada de seus desdobramentos.

Esses dados processuais e financeiros serão obtidos por meio do sistema de processo eletrônico do TJMT, além de informações disponíveis em sites dos administradores judiciais responsáveis pelos procedimentos, todos com acesso público. Qualquer falta de publicidade sobre informações relevantes será devidamente especificada, e amostras prejudicadas serão excluídas do estudo. As ferramentas de análise utilizadas para o tratamento dos dados incluem os softwares STATA12, Excel e XLSTAT 2024.

4.1.1 Critério Setorial

A escolha do agronegócio como setor a ser analisado na amostra da recuperação judicial em Mato Grosso justifica-se pela sua relevância incontestável na economia do estado e do Brasil como um todo. O agronegócio é um dos motores da economia brasileira, contribuindo significativamente para o PIB nacional. De acordo com dados do CEPEA, o agronegócio representou aproximadamente 22% do PIB brasileiro em 2024, totalizando R\$ 2,58 trilhões, o que evidencia sua importância estratégica para o desenvolvimento econômico do país¹¹⁰. Esse percentual contempla tanto a produção primária (como agricultura e pecuária) quanto as atividades ligadas à cadeia produtiva, como os segmentos de insumos, processamento, distribuição e serviços relacionados.

No contexto de Mato Grosso, a relevância do agronegócio é ainda mais destacada. O estado é o maior produtor de grãos do Brasil, com destaque para a produção de soja, milho e algodão, além de manter posição de liderança na criação de gado. Segundo dados do IBGE e da SEPLAN-MT, o agronegócio responde por mais de 50% do PIB estadual, sendo a principal atividade econômica da região. Estima-se que, em 2024, a contribuição do setor ao PIB de Mato Grosso permaneça

¹¹⁰ CNA – CONFEDERAÇÃO DA AGRICULTURA E PECUÁRIA DO BRASIL. *CNA divulga resultado do PIB do agro até o 3º trimestre de 2024*. Brasília, 2025. Disponível em: <https://www.cnabrasil.org.br/noticias/cna-divulga-resultado-do-pib-do-agro-ate-o-3o-trimestre-de-2024>. Acesso em: 2 mar. 2025.

em torno de 55%, considerando tanto as atividades primárias quanto os setores que integram a cadeia produtiva, como o beneficiamento de alimentos, transporte e distribuição de insumos¹¹¹.

Mato Grosso possui uma área cultivada superior a 10 milhões de hectares e se mantém como o maior exportador de produtos agrícolas do país. Em 2024, o estado foi responsável por aproximadamente 27% de toda a soja produzida no Brasil, com uma safra estimada em 39,1 milhões de toneladas¹¹². Além disso, manteve-se como o maior produtor nacional de milho, respondendo por volume expressivo da produção total. Mato Grosso também lidera as exportações de carne bovina, com significativa participação nos embarques destinados à China, Vietnã, Tailândia e Turquia, o que reforça seu papel de destaque no mercado internacional de *commodities* agropecuárias¹¹³.

Além disso, o agronegócio em Mato Grosso é responsável por uma parcela substancial das exportações do estado, gerando divisas e contribuindo para o equilíbrio da balança comercial brasileira. De janeiro a novembro de 2024, as exportações agropecuárias do estado alcançaram a marca de US\$ 25,95 bilhões, com destaque para a soja e o milho, que juntos representaram mais de 70% do total exportado por Mato Grosso¹¹⁴. Tais cifras evidenciam o peso econômico e estratégico do setor, posicionando o estado como um dos principais polos de produção e comercialização agropecuária do mundo.

A importância do agronegócio no estado é demonstrada pela forte dependência econômica que Mato Grosso tem deste setor. Em áreas rurais, o agronegócio sustenta grande parte da população, oferecendo empregos diretos e

¹¹¹ SEPLAN-MT – SECRETARIA DE ESTADO DE PLANEJAMENTO E GESTÃO DE MATO GROSSO. *Relatório Econômico Anual 2024*. Cuiabá: Governo do Estado de Mato Grosso, 2024; IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Previsão da safra agrícola 2024/2025*. Rio de Janeiro, 2024. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-deimprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/42191-em-novembro-ibge-preve-safra-de-294-3-milhoes-de-toneladas-para-2024-e-de-314-8-milhoes-de-toneladas-para-2025>. Acesso em: 2 mar. 2025.

¹¹² Idem.

¹¹³ SECOM-MT – SECRETARIA DE COMUNICAÇÃO DO ESTADO DE MATO GROSSO. *Exportações de MT alcançam 157 países e geram US\$ 25,95 bilhões em 2024*. Cuiabá, 2024. Disponível em: <https://www.secom.mt.gov.br/web/sedec/w/exporta%C3%A7%C3%B5es-de-mt-alcan%C3%A7am157-pa%C3%ADses-e-geram-us-25-95-bilh%C3%B5es-em-2024>. Acesso em: 2 mar. 2025.

¹¹⁴ Idem.

indiretos, além de impulsionar setores relacionados, como o transporte e o armazenamento de produtos agrícolas.

Essa predominância do agronegócio na economia estadual também reflete a vulnerabilidade das empresas desse setor a choques econômicos e climáticos. A exposição a fatores como variações cambiais, flutuações de preços no mercado internacional, crises hídricas e pragas agrícolas torna o agronegócio um setor propenso a crises financeiras que podem levar à necessidade de recuperação judicial. Adicionalmente, a alta dependência de crédito para custeio de safras e expansão de atividades aumenta a complexidade da gestão financeira no setor, sendo um fator que contribui para o endividamento e os pedidos de recuperação judicial.

Portanto, a escolha do setor como foco deste estudo é justificável tanto pela sua expressiva contribuição ao PIB do estado de Mato Grosso e do Brasil quanto pelo seu papel central na economia regional. Parafraseando o velho brocardo americano: *As goes agro, so goes Mato Grosso*. Além disso, a alta concentração de empresas do agronegócio entre os casos de recuperação judicial em Mato Grosso reflete o impacto desse setor na economia local e a necessidade de uma análise específica que leve em consideração as particularidades desse mercado.

4.1.2 Critério Territorial

O critério territorial limita-se ao Estado de Mato Grosso, não apenas pela relevância do agronegócio local, mas também pela concentração substancial de processos de recuperação judicial nesse setor no estado. A dependência econômica de Mato Grosso em relação ao agronegócio torna essa delimitação territorial particularmente relevante, permitindo uma análise direcionada e focada.

4.1.3 Critério Temporal

O critério temporal foi delimitado entre os anos de 2015 e 2022, baseando-se na duração legalmente prevista dos processos de recuperação judicial, que em tese deveriam ser encerrados em até dois anos. Esse intervalo de tempo foi escolhido para evitar a inclusão de processos mais recentes que ainda não tiveram tempo hábil para

maturação, ou seja, para cumprir o prazo estabelecido em lei, o que poderia comprometer a completude e a robustez dos dados coletados.

4.1.4 Critério Débito

A amostra incluiu apenas processos com débitos superiores a R\$ 5.000.000,00¹¹⁵, adotando esse valor como critério mínimo para limitar o total de casos. O objetivo de estabelecer um montante elevado de dívida é garantir que as empresas envolvidas tenham uma estrutura financeira mais complexa e, teoricamente, mais adequada para fornecer informações financeiras detalhadas e consistentes. Além disso, ao focar em empresas com maiores volumes de endividamento, o estudo visa abordar recuperações judiciais com maior impacto econômico e estrutural, proporcionando uma visão mais completa sobre os desafios e as soluções aplicadas em cenários de alta complexidade financeira.

Esse critério também se justifica pela análise da relação entre dívida e capacidade de faturamento, elemento central na avaliação da viabilidade de uma empresa em crise. Considerando que, conforme a Lei Complementar nº 123/2006 (regulamentadora do Simples Nacional), uma Empresa de Pequeno Porte (EPP) pode faturar até R\$ 4,8 milhões por ano, o valor mínimo de R\$ 5 milhões em dívidas já representa, por si só, um endividamento superior à receita anual máxima permitida para esse porte empresarial. Isso evidencia um grau elevado de alavancagem ou comprometimento financeiro, equivalente a um índice Dívida/Receita superior a 1,0 — patamar considerado já crítico no índice de endividamento sobre a receita. Portanto, a adoção desse corte também assegura que a amostra seja composta por empresas que, em tese, ultrapassam a lógica do pequeno negócio e operam com maior complexidade econômica, reforçando a pertinência da escolha metodológica.

¹¹⁵ Por questão de transparência especifica-se autos 1000770-02.2019.8.11.0015. A dívida inicialmente declarada superava 9 milhões de reais. O valor eventualmente reconhecido, por sua vez, foi reduzido a 4.900.615,60, conforme PRJ.

4.1.5 Amostra Atingida

Considerando os critérios acima descritos foi possível avaliar o seguinte número de ações judiciais:

TABELA 1 – AMOSTRA INICIAL

Número da Amostra	Número da Ação Judicial
1	1000232-47.2016.8.11.0003
2	1002819-69.2017.8.11.0015
3	0000456-32.2018.8.11.0035
4	1002774-70.2018.8.11.0002
5	0002996-52.2018.8.11.0100
6	1011782-32.2018.8.11.0015
7	0002231-82.2018.8.11.0035
8	1000460-12.2019.8.11.0037
9	1001356-55.2019.8.11.0037
10	1000770-02.2019.8.11.0010
11	0008807-53.2019.8.11.0004
12	1002477-68.2019.8.11.0086
13	1006793-77.2019.8.11.0037
14	1000311-70.2020.8.11.0040
15	1000448-61.2020.8.11.0037
16	1000748-14.2020.8.11.0040
17	1000259-62.2020.8.11.0044
18	1000891-12.2020.8.11.0037
19	1001191-62.2020.8.11.0040
20	1000569-47.2020.8.11.0051
21	1002999-05.2020.8.11.0040
22	1012219-05.2020.8.11.0015
23	1019255-37.2020.8.11.0003
24	1048110-09.2020.8.11.0041
25	1000707-27.2021.8.11.0003
26	1000678-38.2021.8.11.0015
27	1001723-96.2021.8.11.0041
28	1002041-79.2021.8.11.0041
29	1002559-69.2021.8.11.0041
30	1003751-54.2021.8.11.0003
31	1007082-44.2021.8.11.0003
32	1010190-45.2021.8.11.0015
33	1000534-30.2022.8.11.0015
34	1006658-48.2022.8.11.0041
35	1005434-92.2022.8.11.0003
36	1019247-72.2022.8.11.0041
37	1012946-29.2022.8.11.0003
38	1013210-46.2022.8.11.0003
39	1010066-28.2022.8.11.0015
40	1041967-33.2022.8.11.0041
41	1020340-51.2022.8.11.0015

42	1022365-90.2021.8.11.0041
43	1000128-20.2020.8.11.0034
44	1013218-62.2018.8.11.0003
45	0014399-23.2015.8.11.0003
46	1003476-67.2016.8.11.0040
47	1000244-93.2020.8.11.0044
48	1000600-59.2020.8.11.0086
49	1001969-41.2020.8.11.0037
50	1013960-82.2021.8.11.0003
51	1000392-72.2020.8.11.0087
52	1000434-86.2020.8.11.0034
53	1021962-75.2020.8.11.0003
54	1000866-96.2020.8.11.0037
55	1030060-49.2020.8.11.0003
56	1058424-14.2020.8.11.0041
57	1001875-28.2021.8.11.0015

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

Inobstante, durante a coleta de dados uma série de eventos levou à impossibilidade de utilização de determinado número da amostra selecionada.

4.1.6 Exclusões Necessárias

Consoante indicado, alguns itens, após a coleta de dados, tiveram de ser removidos da amostra. Com a finalidade de manter a transparência e fidedignidade da análise indica-se desde já os elementos excluídos.

TABELA 2 – AMOSTRAS EXCLUÍDAS

Número da Amostra	Número da Ação Judicial
1	1000232-47.2016.8.11.0003
42	1022365-90.2021.8.11.0041
43	1000128-20.2020.8.11.0034
44	1013218-62.2018.8.11.0003
45	0014399-23.2015.8.11.0003
46	1003476-67.2016.8.11.0040
47	1000244-93.2020.8.11.0044
48	1000600-59.2020.8.11.0086
49	1001969-41.2020.8.11.0037
50	1013960-82.2021.8.11.0003
51	1000392-72.2020.8.11.0087
52	1000434-86.2020.8.11.0034
53	1021962-75.2020.8.11.0003
54	1000866-96.2020.8.11.0037
55	1030060-49.2020.8.11.0003
56	1058424-14.2020.8.11.0041

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

O item 1 restou removido pela inexistência de demonstrativos contábeis consolidados, em que pese houvesse indicação de grupo econômico com pedido de consolidação substancial (e apresentação de plano único).

O item 42 restou removido por tratar-se de recuperação extrajudicial, modalidade outra não analisada no escopo do presente trabalho ante a existência de procedimento legal que lhe é particular.

O item 43 restou removido à medida que sofre daquilo que é chamado no direito de “litispendência”, isto é, trata-se de uma ação judicial duplicada mas com o mesmo objeto. Especificamente os autos 1000128-20.2020.8.11.0034 tramitam e encontram-se devidamente acondicionados na amostra mas sob n. 1000434-86.2020.8.11.0034.

O item 44, assim como o 43, sofre também de litispendência. Assim os autos 11013218-62.2018.8.11.0003 tramitam e encontram-se devidamente acondicionados na amostra mas sob n. 0002231-82.2018.8.11.0035.

O item 45 foi excluído da análise à medida que o processo iniciou sua tramitação em meio físico, sendo o procedimento de digitalização feito de modo incompleto, impedindo assim a coleta dos dados necessários à análise.

Os itens 46, 53, 55, 56 e 57 foram excluídos ante a incompletude da documentação necessária à análise, a qual, ressalta-se, é requisito legal de apresentação nos autos de recuperação judicial.

Os itens 47, 48 e 49 foram excluídos da amostra à medida que o processamento da recuperação judicial foi indeferida, de modo que o processo não se desenvolveu regularmente, não atingindo os elementos em relação aos quais se propôs a avaliação.

Os itens 50, 51, 52 e 54 foram excluídos da amostra à medida que o processamento da recuperação judicial encontra-se suspenso, por decisão seja do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, seja por decisão do Superior Tribunal de Justiça, de modo que o processo não se desenvolveu regularmente, não atingindo os elementos em relação aos quais se propôs a avaliação.

Desta forma indica-se a exclusão justificada de 17 itens da amostra original de 57 ações judiciais.

4.1.7 Amostra Consolidada

Considerando-se a exclusão dos itens acima indicados, tem-se que a amostra consolidada reúne um total de 40 ações judiciais de recuperação judicial, com capacidade de aferição dos dados.

TABELA 3 – AMOSTRA CONSOLIDADA

Número da Amostra	Número da Ação Judicial
1	1002819-69.2017.8.11.0015
2	0000456-32.2018.8.11.0035
3	1002774-70.2018.8.11.0002
4	0002996-52.2018.8.11.0100
5	1011782-32.2018.8.11.0015
6	0002231-82.2018.8.11.0035
7	1000460-12.2019.8.11.0037
8	1001356-55.2019.8.11.0037
9	1000770-02.2019.8.11.0010
10	0008807-53.2019.8.11.0004
11	1002477-68.2019.8.11.0086
12	1006793-77.2019.8.11.0037
13	1000311-70.2020.8.11.0040
14	1000448-61.2020.8.11.0037
15	1000748-14.2020.8.11.0040
16	1000259-62.2020.8.11.0044
17	1000891-12.2020.8.11.0037
18	1001191-62.2020.8.11.0040
19	1000569-47.2020.8.11.0051
20	1002999-05.2020.8.11.0040
21	1012219-05.2020.8.11.0015
22	1019255-37.2020.8.11.0003
23	1048110-09.2020.8.11.0041
24	1000707-27.2021.8.11.0003
25	1000678-38.2021.8.11.0015
26	1001723-96.2021.8.11.0041
27	1002041-79.2021.8.11.0041
28	1002559-69.2021.8.11.0041
29	1003751-54.2021.8.11.0003
30	1007082-44.2021.8.11.0003
31	1010190-45.2021.8.11.0015
32	1000534-30.2022.8.11.0015
33	1006658-48.2022.8.11.0041
34	1005434-92.2022.8.11.0003
35	1019247-72.2022.8.11.0041

36	1012946-29.2022.8.11.0003
37	1013210-46.2022.8.11.0003
38	1010066-28.2022.8.11.0015
39	1041967-33.2022.8.11.0041
40	1020340-51.2022.8.11.0015

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

4.2 Observações Realizadas

Para fins de eleição dos dados coletados utilizou-se da bibliografia disponível, especialmente focada nos trabalhos de Grossert, Brunassi, Gallucci Neto e Sampaio, que avaliam a composição dos quadros de credores e os métodos recuperacionais aplicados¹¹⁶. Ainda utilizada a base de Alves e Licks, quais apuram, dentre outros dados, o resultado das AGCs e a composição do quadro de credores¹¹⁷. Baldissera, Fiirst, Rovaris e Dall'Asta, que utilizam o ROA, dentre outros elementos para aferição de dados financeiros¹³⁰. E, por fim, Waisberg, Sacramone, Nunes e Corrêa, no que concerne à análise do passivo, a relação entre ativo e passivo, a consolidação substancial, e a relação entre passivo e faturamento (este último que foi substituído pela aferição de VPL, por motivos que serão melhor explorados)¹¹⁸⁻¹¹⁹.

4.2.1 Forma Empresarial

Uma das peculiaridades do agronegócio brasileiro, reconhecida pela LREF, é que uma parcela significativa dessa atividade é conduzida por produtores que atuam de forma "não empresarial", conforme previsto no artigo 48, §3º da LREF. Isso ocorre

¹¹⁶ GROSSERT, Ricardo R.; BRUNASSI, Vinícius A.; GALLUCCI NETO, Humberto; SAMPAIO, Joelson. Quais os principais mecanismos de reorganização adotados pelas empresas brasileiras em recuperação judicial? *Brazilian Review of Finance* (Online), Rio de Janeiro, Vol. 20, No. 4, December 2022, pp. 113–136.

¹¹⁷ ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LICKS, Gustavo Banho. JURIMETRIA APLICADA AO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL PARA AFERIÇÃO DA ARQUITETURA DECISÓRIA DOS CREDORES. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, Florianópolis, Brasil, v. 7, n. 1, p. 99–120, 2021.

¹³⁰ BALDISSERA, J. F.; FIIRST, C.; ROVARIS, N. R.; DALL'ASTA, D. (2020). Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras Listadas na B3 nos Anos Antecedentes ao Pedido de Falência ou Recuperação Judicial. *RC&C. Revista De Contabilidade E Controladoria*, 11(2).

¹¹⁸ WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando.

Recuperação Judicial no Estado de São Paulo – 2ª Fase do Observatório de Insolvência; (Abril 26,

¹¹⁹ 9). Disponível em [SSRN: https://ssrn.com/abstract=3378503](https://ssrn.com/abstract=3378503) or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3378503>

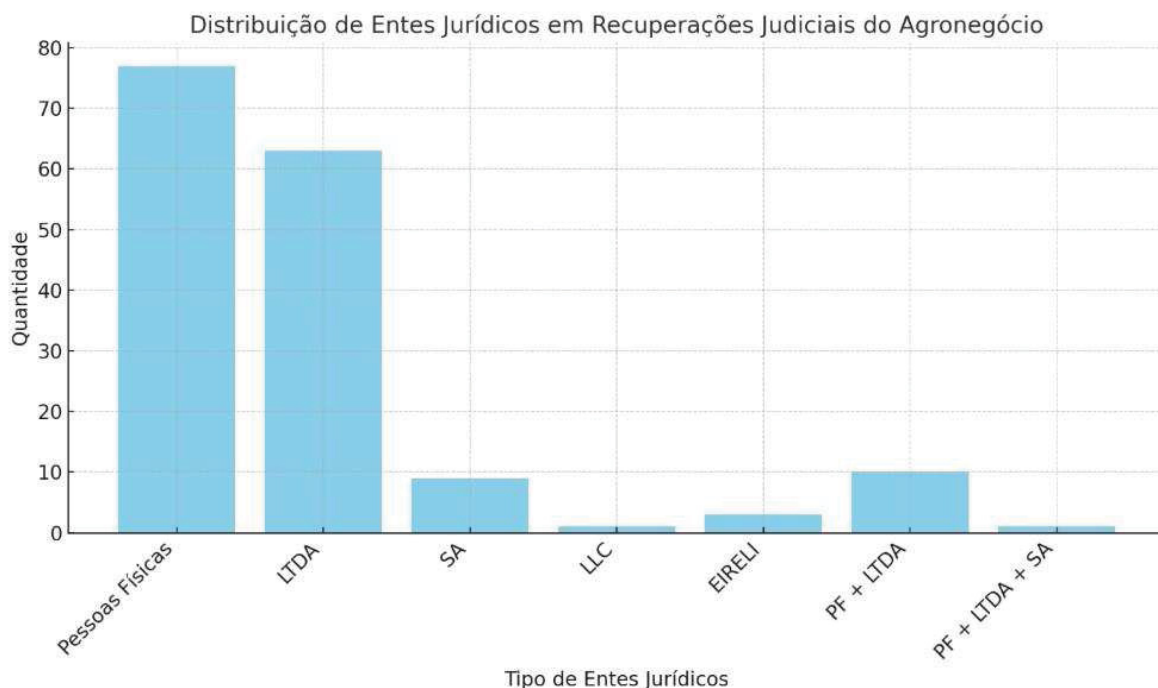
porque muitos produtores rurais, embora desempenhem papéis fundamentais no setor agrícola, operam como pessoas físicas e, portanto, não estão formalmente organizados como empresas. Essa distinção entre os produtores rurais que atuam sob o regime empresarial e os que operam de forma não empresarial tem implicações diretas no tratamento legal, inclusive em processos de recuperação judicial.

Essa característica está refletida nos dados da amostra analisada, que revela a participação de diferentes tipos de entes jurídicos nos procedimentos de recuperação judicial. De um total de participantes, 77 são pessoas físicas, ou seja, produtores que, embora atuem de maneira significativa no agronegócio, não possuem uma constituição empresarial formal. Além disso, 63 participantes são sociedades limitadas (LTDA), uma das formas jurídicas mais comuns de organização empresarial no Brasil. O setor também conta com a presença de 9 sociedades anônimas (SAs), uma sociedade de responsabilidade limitada *offshore* (LLC), e 3 empresas individuais de responsabilidade limitada (EIRELI).

Ademais, em 10 casos, observou-se uma combinação de pessoas físicas e sociedades limitadas participando conjuntamente de processos de recuperação judicial, o que demonstra uma certa hibridização entre as modalidades jurídicas. Em uma única situação, houve a participação simultânea de pessoa física, sociedade limitada e sociedade anônima, o que evidencia a diversidade estrutural das entidades envolvidas no setor do agronegócio.

Para ilustrar essa diversidade de perfis jurídicos nas recuperações judiciais do setor agro, segue o gráfico que representa a distribuição desses diferentes tipos de entes jurídicos:

GRÁFICO 1 – DISTRIBUIÇÃO DE ENTES JURÍDICOS EM RJ



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

Esses dados divergem de forma substancial da configuração típica analisada em outros trabalhos, que avaliam a predominância da forma limitada (72,99%), e a existência bastante relevante de SAs (23,63%)¹²⁰.

4.2.2 Consolidação Substancial

A Lei LREF, contempla a consolidação substancial, prevista no art. 69-J¹²¹. Essa modalidade é admitida apenas de forma excepcional, quando houver

¹²⁰ GROSSERT, Ricardo R.; BRUNASSI, Vinícius A.; GALLUCCI NETO, Humberto; SAMPAIO, Joelson. Quais os principais mecanismos de reorganização adotados pelas empresas brasileiras em recuperação judicial? *Brazilian Review of Finance* (Online), Rio de Janeiro, Vol. 20, No. 4, December 2022, pp. 113–136.

¹²¹ Art. 69-J. O juiz poderá, de forma excepcional, independentemente da realização de assembleia geral, autorizar a consolidação substancial de ativos e passivos dos devedores integrantes do mesmo grupo econômico que estejam em recuperação judicial sob consolidação processual, apenas quando constatar a interconexão e a confusão entre ativos ou passivos dos devedores, de modo que não seja possível identificar a sua titularidade sem excessivo dispêndio de tempo ou de recursos, cumulativamente com a ocorrência de, no mínimo, 2 (duas) das seguintes hipóteses:

I - existência de garantias cruzadas;
 II - relação de controle ou de dependência;
 III - identidade total ou parcial do quadro societário; e
 V - atuação conjunta no mercado entre os postulantes.

interconexão ou confusão significativa entre ativos e passivos das empresas, e desde que sejam verificadas, cumulativamente, pelo menos duas condições, como a existência de garantias cruzadas, relação de controle ou dependência, identidade societária parcial ou total, ou atuação conjunta no mercado. Essa consolidação é mais profunda, tratando ativos e passivos como pertencentes a um único devedor, conforme disposto no art. 69-K¹²².

A consolidação substancial tem implicações econômicas significativas, pois extingue garantias fidejussórias e créditos entre devedores do mesmo grupo (§ 1º do art. 69-K)¹²³, embora preserve garantias reais, exceto com aprovação expressa do credor (§ 2º do art. 69-K)¹²⁴. Além disso, exige um plano unitário de recuperação, submetido a uma assembleia-geral de credores conjunta, conforme art. 69-L¹²⁵.

Com base na análise de 40 processos de recuperação judicial, verificou-se que em 30 deles houve a adoção da consolidação substancial, seja por reconhecimento judicial expresso (16 casos), seja por sua ocorrência prática, ainda que sem decisão formal (14 casos). Essa predominância — que representa 75% da amostra — revela uma prática judicial consolidada em favor da reunião dos ativos e passivos de empresas de um mesmo grupo, muitas vezes sem a devida formalização exigida pelo marco legal.

Embora boa parte dos processos não tratasse expressamente da consolidação substancial, o resultado prático observado era o mesmo: um único plano de recuperação para múltiplas empresas, assembleias conjuntas e ausência de distinção entre os passivos. Essa realidade reforça a percepção de que, na prática, a consolidação substancial foi amplamente admitida de fato, mesmo quando não formalmente deliberada, o que pode indicar uma tendência jurisprudencial voltada à

¹²² Art. 69-K. Em decorrência da consolidação substancial, ativos e passivos de devedores serão tratados como se pertencessem a um único devedor.

¹²³ § 1º A consolidação substancial acarretará a extinção imediata de garantias fidejussórias e de créditos detidos por um devedor em face de outro.

¹²⁴ § 2º A consolidação substancial não impactará a garantia real de nenhum credor, exceto mediante aprovação expressa do titular.

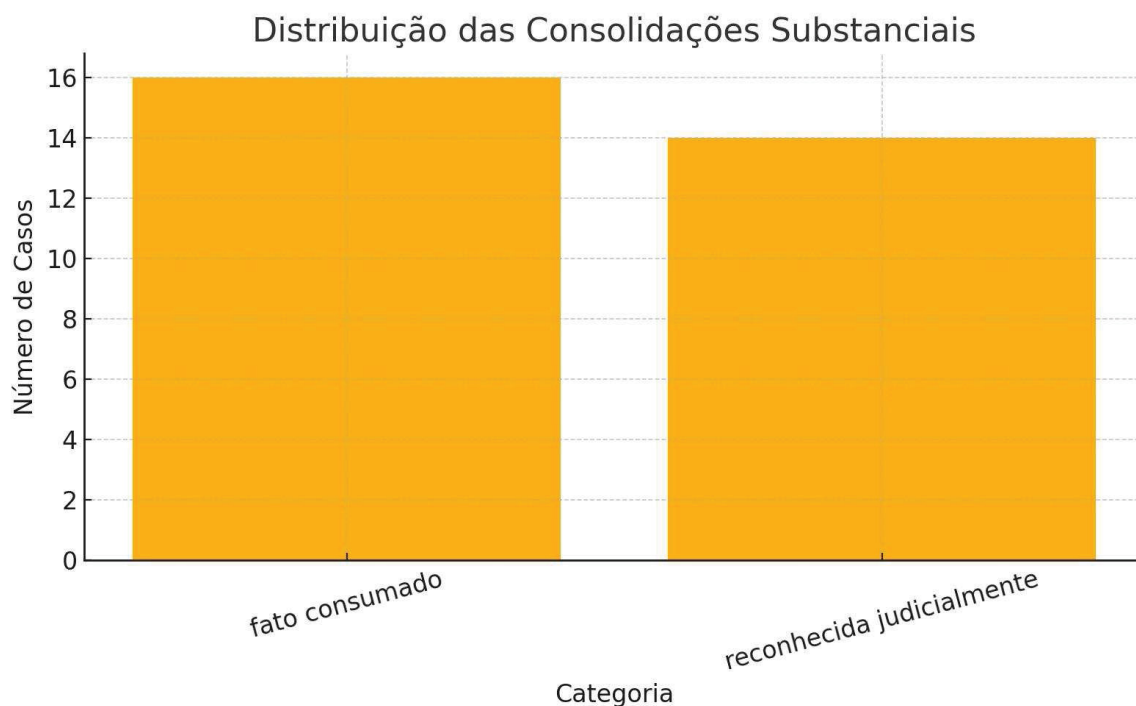
¹²⁵ Art. 69-L. Admitida a consolidação substancial, os devedores apresentarão plano unitário, que discriminará os meios de recuperação a serem empregados e será submetido a uma assembleia-geral de credores para a qual serão convocados os credores dos devedores.

§ 1º As regras sobre deliberação e homologação previstas nesta Lei serão aplicadas à assembleia-geral de credores a que se refere o caput deste artigo.

§ 2º A rejeição do plano unitário de que trata o caput deste artigo implicará a convalidação da recuperação judicial em falência dos devedores sob consolidação substancial.

efetividade do procedimento e à preservação da atividade econômica, em detrimento do rigor técnico.

GRÁFICO 2 – DISTRIBUIÇÃO DAS CONSOLIDAÇÕES SUBSTANCIAIS



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

Isto parece caminhar de acordo com os dados coletados por Waisberg et al., no que diz respeito à ocorrência frequente de consolidações substanciais tratadas como fato consumado (isto é, sem reconhecimento formal através de decisão judicial)¹²⁶.

Outro aspecto relevante da amostra é que em nenhum dos casos a consolidação substancial foi indeferida pelo Judiciário, mesmo nos processos em que não se discutiu formalmente o tema – apenas tomou-se como realidade, aceitando PRJs unificados. Esse dado reforça a hipótese de que a prática judicial tende a admitir a consolidação de maneira flexível, quiçá fora daquilo que estabelece a legislação de regência.

¹²⁶ WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *op. cit.*

Após a reforma da LREF, promovida pela Lei nº 14.112/2020 de dezembro daquele ano, que introduziu os artigos 69-J a 69-L, observou-se uma mudança no comportamento dos juízes: a partir de dezembro de 2020, a maioria dos processos passou a analisar expressamente a possibilidade de consolidação substancial. Essa mudança sugere maior atenção à conformidade legal e uma tentativa de adequação da prática judicial à nova disciplina normativa.

Verificou-se que, antes de da alteração legislativa, apenas 4 dos 17 (23,53%) procedimentos tiveram avaliação direta (em decisão judicial explícita) sobre o tema. Após a reforma legal, por sua vez, a relação se inverte, e apenas 3 de 13 procedimentos tiveram a ocorrência de consolidação substancial *de fato*, e 10 deles tiveram deferimento de direito (76,92%).

Portanto, os dados indicam uma consolidação substancial amplamente praticada, com variação no grau de formalização. Ainda que a lei preveja essa medida como exceção, a prática tem revelado uma aplicação quase generalizada, especialmente em contextos regionais como o do Estado de Mato Grosso, o que levanta importantes reflexões sobre a evolução do instituto e a adaptação do sistema judicial às especificidades econômicas dos grupos empresariais em crise.

4.2.3 Exposição de Motivos da Crise

Em 39 dos casos analisados, as dificuldades enfrentadas pelas empresas no processo de recuperação judicial foram atribuídas a motivos exógenos, ou seja, fatores externos que escapam ao controle direto da gestão empresarial. Esses motivos exógenos, especialmente no setor do agronegócio, têm um impacto profundo, pois estão ligados a fenômenos que afetam diretamente a capacidade produtiva, a estrutura de custos e, conseqüentemente, a sustentabilidade financeira das empresas. Entre os fatores mais comuns que levam as empresas do setor a solicitar recuperação judicial estão eventos climáticos adversos, como secas prolongadas ou chuvas excessivas, que comprometem significativamente as safras e podem resultar em perdas substanciais. Essas variações climáticas, muitas vezes imprevisíveis, tornam a produção agrícola uma atividade de alto risco, com impactos diretos sobre o fluxo de caixa e a capacidade de honrar dívidas.

Além dos problemas climáticos, outro fator importante são as pragas e doenças que podem atacar as plantações ou o gado, diminuindo drasticamente a produção e gerando custos adicionais com medidas de controle e erradicação. Esses eventos, que são em grande parte incontroláveis, têm o potencial de devastar plantações e levar empresas a uma crise financeira que, em muitos casos, culmina na recuperação judicial. Outro fator exógeno que afeta o agronegócio é a variação cambial. Como muitos insumos necessários para a produção agrícola são importados, as flutuações abruptas nas taxas de câmbio podem aumentar os custos de produção, especialmente em um cenário de alta do dólar em relação ao real. Isso impacta diretamente o custo dos insumos, como fertilizantes, defensivos agrícolas e maquinários, e, quando combinado com a queda nos preços das *commodities* agrícolas no mercado internacional, gera uma compressão significativa das margens de lucro.

Além desses fatores, índices elevados de inadimplência setorial também desempenham um papel crucial. No agronegócio, as empresas frequentemente operam com crédito elevado, seja para custear a produção ou para expandir suas atividades. Quando há uma quebra generalizada de safras ou outros problemas no setor, muitos produtores não conseguem honrar seus compromissos financeiros, o que leva a um efeito cascata de inadimplência que afeta todo o setor. Isso é particularmente problemático em cadeias produtivas interligadas, onde uma falência pode gerar um efeito dominó, atingindo fornecedores, distribuidores e outros parceiros comerciais (fornecedores de sementes, por exemplo, ou *tradings*).

Por outro lado, em 2 casos analisados, os motivos foram classificados como mistos, o que significa que as empresas enfrentaram tanto fatores exógenos quanto endógenos. Os motivos exógenos, como os mencionados anteriormente, somaram-se a questões internas, tornando o cenário de crise ainda mais complexo. Entre os fatores endógenos, estão problemas relacionados à má gestão empresarial, que pode ocorrer em diferentes níveis, desde a falta de controle sobre os custos operacionais até a incapacidade de tomar decisões estratégicas adequadas. Por exemplo, gestores que falham em ajustar as operações da empresa às condições de mercado ou que não conseguem administrar adequadamente os passivos financeiros podem agravar uma situação de crise, levando a uma espiral descendente.

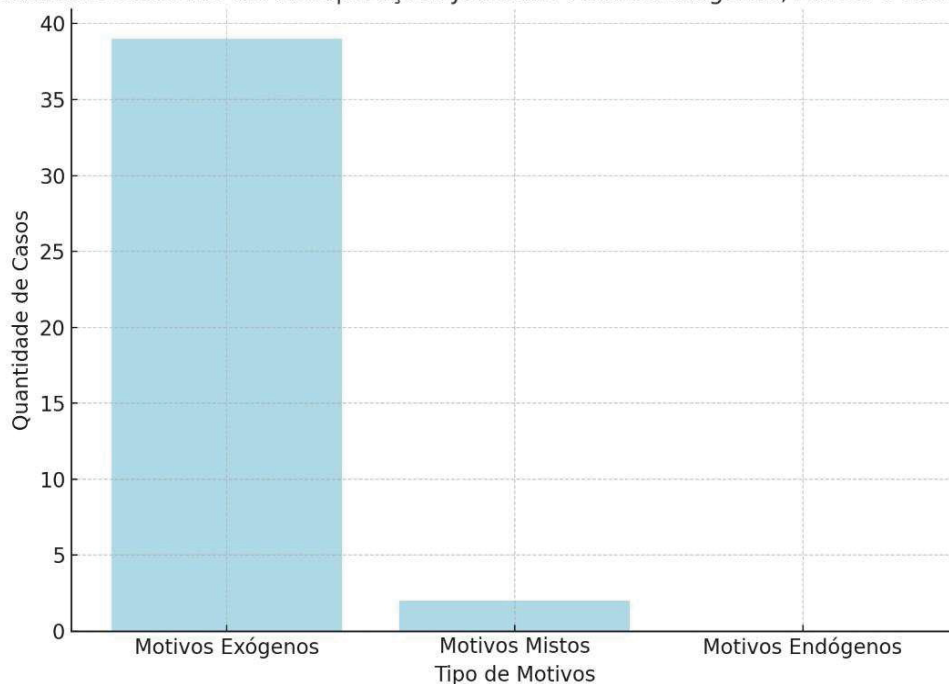
Outro fator endógeno comum está relacionado à estrutura societária inadequada, que pode impedir a empresa de reagir de forma eficiente às mudanças do mercado. Empresas com estruturas de governança confusas, pouca transparência ou problemas de alinhamento entre sócios e gestores tendem a ser mais vulneráveis em tempos de crise. Além disso, em alguns casos, houve alegações de fraude ou indução em erro dos gestores, o que complicou ainda mais a situação financeira das empresas. Situações em que o gestor é vítima de golpes ou práticas fraudulentas podem gerar perdas substanciais e comprometer a capacidade da empresa de se manter viável no longo prazo.

A combinação de fatores exógenos e endógenos cria uma situação particularmente desafiadora para a recuperação judicial, exigindo uma abordagem abrangente para resolver os problemas financeiros. Enquanto os fatores exógenos podem ser mitigados com o auxílio de ferramentas como seguro agrícola, hedge cambial ou acesso a crédito emergencial, os problemas endógenos exigem reformas internas mais profundas. A gestão das dívidas, a revisão da estrutura societária e a melhoria das práticas de governança corporativa são medidas essenciais para que as empresas consigam restabelecer sua saúde financeira e retomar o crescimento sustentável.

Em suma, os casos analisados demonstram que, embora os motivos exógenos predominem no agronegócio, a combinação de problemas externos com falhas internas torna a recuperação judicial mais complexa e, muitas vezes, mais longa. As empresas que enfrentam tanto fatores exógenos quanto endógenos necessitam de uma abordagem de reestruturação que leve em consideração não apenas os fatores conjunturais do mercado, mas também a necessidade de mudanças profundas em sua gestão e governança para garantir sua sobrevivência no longo prazo.

GRÁFICO 3 – CAUSAS DECLARADAS PARA PROBLEMAS ECONÔMICOS

Causas Declaradas em Recuperações Judiciais: Motivos Exógenos, Mistos e Endógenos



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

4.2.4 Métodos Aplicados

A LREF prevê uma série de mecanismos que podem ser utilizados pelas empresas para superar suas crises financeiras e garantir a continuidade de suas operações. O artigo 50 da referida lei lista os meios de recuperação judicial, que são instrumentos não exaustivos à disposição da empresa devedora para reestruturar suas dívidas e se reorganizar economicamente. Entre os principais meios mencionados no artigo estão a concessão de prazos e condições especiais para pagamento das dívidas vencidas ou vincendas, a cessão parcial dos bens da empresa para quitar dívidas, a substituição de administradores, e a venda de UPI sem sucessão de passivos.

Esses meios proporcionam flexibilidade para que a empresa escolha as ferramentas mais adequadas à sua situação específica, levando em consideração tanto a preservação de suas atividades quanto o interesse dos credores. Um dos métodos mais comuns é a concessão de prazos ou deságio, que permite à empresa negociar condições mais favoráveis de pagamento com seus credores, como

prorrogação de prazos ou redução no montante das dívidas. Além disso, a empresa pode optar pela emissão de valores mobiliários, ou mesmo pela reestruturação societária, para atrair novos investimentos e fortalecer sua base financeira.

No entanto, nem todos os meios de recuperação previstos no artigo 50 são amplamente utilizados. A alienação de UPI e o financiamento conhecido como *DIP Financing* são exemplos de mecanismos que, embora previstos na lei, são menos frequentes. A UPI permite que a empresa venda parte de suas operações sem transferir o passivo, enquanto o *DIP Financing* oferece uma linha de crédito prioritária aos novos financiadores durante o processo de recuperação. Ambos são instrumentos voltados para gerar liquidez imediata, mas são aplicados em situações específicas e envolvem maior complexidade.

A amostra analisada neste estudo resultou em um gráfico que ilustra a frequência de aplicação dos principais métodos de recuperação judicial. A maioria dos casos observados envolveu o uso de deságio e concessão de prazos, que juntos se mostraram como os meios mais recorrentes de reestruturação das dívidas. Outros meios, como a UPI e o *DIP Financing*, apareceram com menos frequência, sugerindo que são utilizados em casos mais específicos ou como parte de uma estratégia mais ampla de reestruturação. Por outro lado, a conversão de dívida em *equity*, método no qual os credores transformam parte do passivo em participação acionária na empresa, também foi utilizado, mas de forma bastante limitada, refletindo as particularidades do mercado brasileiro.

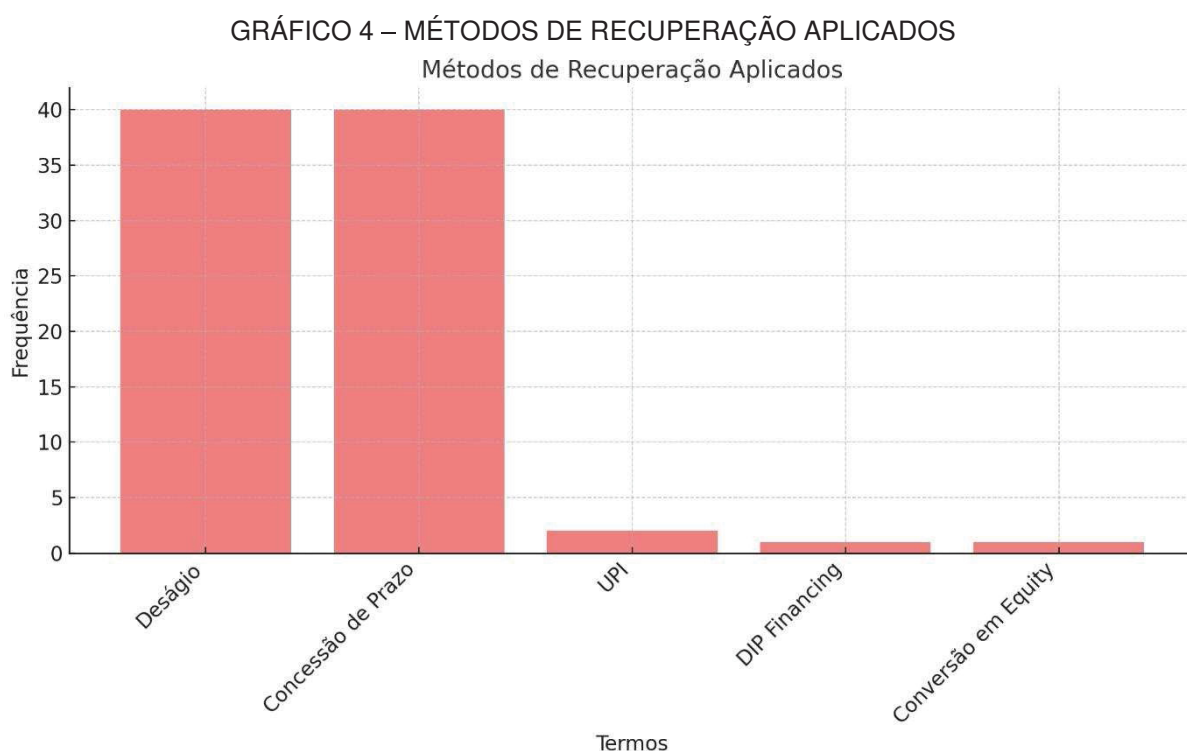
A evidência coletada diverge parcialmente de dados coletados por Sacramone e Mendes, que avaliaram processos de recuperação judicial no período de janeiro de 2010 a julho de 2017 nas duas Varas Especializadas da Capital do Estado de São Paulo¹²⁷. Naquela oportunidade os autores avaliaram que 98,70% dos casos envolviam concessões de prazos e condições especiais, 40,20% envolveram dação em pagamento, e em 24,30% aumento o de capital social.

Uma hipótese possível de explicação da diferença drástica entre o número de casos de aumento de capital social, se encontra na própria estrutura empresarial vigente no agronegócio, que embora bilionário permanece como um empreendimento

¹²⁷ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; MENDES, Max Magno Ferreira. Meios de Soerguimento da Empresa em Crise na Recuperação Judicial. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.) Processo Societário IV. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

predominantemente familiar. O único caso em que houve opção por apresentação de plano com hipótese de conversão de dívida em *equity* ocorreu justamente no caso de uma das poucas sociedades anônimas avaliadas. Em nenhum outro caso houve a proposição, tampouco a proposta de alteração da estrutura empresarial como forma de viabilizar a alternativa.

Esse panorama da amostra indica que as empresas em recuperação tendem a optar por soluções que ofereçam maior flexibilidade e que possam ser negociadas diretamente com os credores, como a extensão de prazos e redução de dívidas, enquanto os meios mais complexos ou que envolvem reorganizações mais profundas são menos recorrentes.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

Novamente esses dados variam muito quando comparados a outros setores, conforme tabela de resultados apresentada por Grossert et al.¹²⁸:

¹²⁸ GROSSERT, Ricardo R.; BRUNASSI, Vinícius A.; GALLUCCI NETO, Humberto; SAMPAIO, Joelson. *op. cit.*

Inciso	Descrição	Obs.	(%)
I	Concessão de prazo e condições especiais de pagamentos	622	100
II	Cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade	299	48
III	Alteração do controle societário	143	23
IV	Substituição total ou parcial dos administradores	101	16
V	Credores com direito de eleição de administradores	19	3
VI	Aumento de capital	149	24
VII	Trespasse ou arrendamento de estabelecimento	258	41
VIII	Redução salarial e redução de jornada	37	6
IX	Dação em pagamento ou novação de dívidas	348	56
X	Constituição de sociedade de credores	38	6
XI	Venda parcial dos bens	450	72
XII	Equalização de encargos financeiros relativos a débitos	165	27
XIII	Usufruto de empresa	9	1
XIV	Administração compartilhada	9	1
XV	Emissão de valores mobiliários	153	25
XVI	Constituição de sociedade de propósito específico	62	10
Total de empresas		622	

A análise dos dados indica que, embora as empresas tenham realizado ajustes em suas estratégias de mercado, esses ajustes, em muitos casos, se mostraram insuficientes para garantir a sustentabilidade a longo prazo. Além disso, os métodos aplicados nos processos de recuperação judicial tendem a fomentar incentivos inadequados na reestruturação de capital. O deságio e a concessão de prazos diferenciados para pagamento são práticas comuns, intrínsecas aos processos de reestruturação, conforme o entendimento de que o “*debt overhang* só pode ser resolvido com perdão de parte da dívida original”¹²⁹. Embora essas práticas sejam amplamente aceitas pelo mercado, a prova disso é a aprovação substancial dos planos de recuperação sem a necessidade de *cram down*, a realidade sugere a criação de um risco moral.

Esse risco moral se alinha ao que Mattos descreve, ao afirmar que “quem paga o preço da aposta não é aquele que ficará com a maior parte do benefício caso ela seja bem-sucedida”¹³⁰. Ou seja, há um desalinhamento entre quem assume o risco e quem se beneficia do sucesso da reestruturação. Esse desalinhamento cria um incentivo para que empresas busquem financiar projetos arriscados com recursos de terceiros, que acabam suportando os riscos como se fossem sócios, mas sem se beneficiarem proporcionalmente dos sucessos.

¹²⁹ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit., p. 75.

¹³⁰ Idem, p. 73.

Dentre os mecanismos analisados, dois se destacam como potencialmente problemáticos no incentivo à reestruturação saudável: os deságios e a concessão de prazos condicionados à redução dos encargos financeiros. Esses mecanismos criam um incentivo inadequado ao promover alívios financeiros imediatos, sem necessariamente forçar a empresa a se reorganizar de forma sustentável.

Em contrapartida, a utilização de mecanismos como o *DIP Financing* e a criação de UPIs têm uma função distinta. O *DIP Financing* serve para gerar fluxo de caixa emergencial, oferecendo financiamento garantido, mas removendo essa garantia do âmbito da recuperação judicial. Já a UPI permite a alienação de parte do estabelecimento produtivo de forma organizada, de modo a quitar créditos ou gerar caixa sem o risco de consolidação do ativo por terceiros, como credores com garantia real. Esses mecanismos visam à preservação da empresa, mas também apresentam desafios, pois podem limitar as opções de reestruturação da empresa em longo prazo.

Sob a perspectiva da teoria dos incentivos¹³¹, o único método da amostra analisada que pode gerar incentivos mais adequados na interação com os *stakeholders* é a conversão de passivo em *equity*. Contudo, mesmo essa prática enfrenta dificuldades no Brasil, principalmente porque, em muitos casos, a conversão ocorre por meio da emissão de ações preferenciais, que não conferem direito a voto aos detentores. Esse detalhe limita a capacidade dos novos acionistas de influenciar diretamente as decisões de gestão, embora ainda lhes conceda legitimidade para pleitear judicialmente a alteração estrutural em casos de gestão inadequada.

A análise da amostra revela que, em apenas quatro casos, foram aplicados métodos de recuperação diferentes do deságio e da dilação de prazos. Em dois desses casos, a UPI foi combinada com outros métodos. Em um caso, foi utilizado o *DIP Financing*, e em outro, a conversão de dívida em *equity*. Esses métodos adicionais foram mais raros, o que sugere que a maioria dos planos de recuperação segue um caminho conservador, focado em deságios e prorrogações de prazos, ao invés de buscar soluções mais inovadoras ou complexas para a reestruturação.

Vale notar que não foram considerados métodos de recuperação efetivamente aplicados os casos em que o PRJ não detalha claramente as medidas a serem

¹³¹ MILGROM, Paul; ROBERTS, John. *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1992.

implementadas, conforme exige a LREF. Muitos PRJs mencionam de forma genérica os meios listados no art. 50 da LREF, sem especificar sua aplicação concreta, o que dificulta a análise. Medidas genéricas, como “promoção de ações para aumentar a receita”, também foram desconsideradas por sua natureza vaga.

A análise dos dados não aponta uma correlação clara entre os métodos aplicados e os resultados obtidos, sugerindo que os métodos comumente utilizados podem, em alguns casos, criar incentivos inadequados para uma reestruturação saudável e duradoura. A adoção de práticas como deságios e concessões de prazos, embora necessárias em muitas situações, parece não ser suficiente para resolver problemas estruturais de forma eficaz, enquanto métodos como a conversão de dívida em *equity* e a criação de UPIs ainda são subutilizados no contexto brasileiro.

Reitera-se: o resultado esperado dos procedimentos de reestruturação empresarial é a preservação das empresas economicamente viáveis, e a falência das empresas inviáveis. A ausência de incentivos adequados à utilização de soluções mais transparentes (como alterações na forma de gestão de longo prazo, ou de estruturação empresarial), cumulado à clara tendência à manutenção da preferência dos devedores pela opção em promover apenas a reestruturação da dívida (deságio e concessão de prazos) necessariamente deveria se fazer acompanhar por projeções financeiras que adequadamente justificassem a escolha de tais métodos como, isoladamente, capazes de demonstrar a viabilidade de longo prazo.

Como será demonstrado nas sessões seguintes, esta realidade pressuposta, de que tais métodos são suficientes à estabilização e sustentabilidade das recuperandas a longo prazo, além de dificilmente avaliada dos PRJs, não se comprova através da análise das projeções de longo prazo, demonstrando que tais métodos são insuficientes e devem ser complementados por outros mecanismos de recuperação.

4.2.5 Composição do Quadro de Credores

Kordana e Posner¹³² expandiram a análise dos processos de recuperação ao considerarem a negociação com múltiplos credores, incorporando as regras de

¹³² KORDANA, K. A.; POSNER, E. A. (1999). *A Positive Theory of Chapter 11*. Columbia Law Review, 103(4), 823-905.

votação do Capítulo 11 da legislação de falências dos Estados Unidos¹³³. Esse modelo reflete a complexidade das negociações que envolvem diversos credores, onde a resolução dos problemas financeiros de uma empresa torna-se mais complicada à medida que o número de credores aumenta. Em situações de recuperação, a fragmentação da dívida entre muitos credores gera desafios de coordenação que podem prejudicar as chances de sucesso da reestruturação.

Além desse estudo, outros autores como Bisin e Rampini¹³⁴ desenvolveram modelos que abordam problemas de contratação *ex ante* e a análise *ex post*, considerando os direitos de liquidação individual e coletiva dos credores. Esses estudos indicam que a presença de múltiplos credores pode criar obstáculos significativos, uma vez que os interesses individuais dos credores podem divergir e dificultar a tomada de decisões conjuntas que sejam benéficas para todos.

Os problemas de coordenação se agravam na presença de muitos credores, o que pode gerar custos adicionais e tornar o processo de recuperação mais oneroso. A diversidade de credores, com diferentes tipos de contratos de dívida e níveis de exposição ao risco, torna a resolução dos problemas financeiros mais complexa. Em contraste, a captação de recursos de um único credor tende a reduzir esses problemas, uma vez que facilita a coordenação e simplifica o processo de negociação durante a recuperação judicial.

Inobstante a diversidade de mecanismos previstos para a recuperação judicial, a análise dos casos examinados revela que, na prática, não se observa grande divergência entre os credores no que tange à aceitação dos planos propostos. A concentração de créditos em determinadas classes é um fator que influencia significativamente a dinâmica das negociações entre devedores e credores. No caso específico da amostra analisada, observou-se uma predominância significativa de créditos concentrados nas Classes II (credores com garantia real) e Classes III

¹³³ Para fins de esclarecimento, é necessário se ter em conta que as classes de credores são ligeiramente diferentes na jurisdição brasileira e na americana. Nesta última a divisão das classes de credores, nos termos da sessão 1123(a)(1) do Capítulo 11, estabelece a classificação entre “secured creditors”, algo como os credores com garantia real, “unsecured creditors entitled to priority” algo como os credores preferenciais (trabalhistas, microempresas), os “general unsecured creditors” correspondente aos credores quirografários, e os “equity security holders” que são os acionistas da companhia.

¹³⁴ BISIN, A.; RAMPINI, A. (2006). *Exclusive Contracts and the Institution of Bankruptcy*. *Economic Theory*, 27(2), 277-304.

(credores quirografários, sem garantia real), o que tem implicações importantes no processo de votação e aprovação dos planos de recuperação.

As Classes II e III são as principais envolvidas nas recuperações judiciais analisadas, representando os maiores volumes de dívida e, conseqüentemente, desempenhando um papel determinante na aprovação ou rejeição dos planos. A Classe II envolve credores com garantias reais sobre os bens da empresa, como hipotecas ou penhores, o que lhes confere uma posição de vantagem em relação à recuperação de seus créditos. A Classe III, por sua vez, engloba os credores quirografários, aqueles sem garantias reais, que normalmente enfrentam mais dificuldades para recuperar o total de suas dívidas e, por isso, podem ser mais flexíveis em aceitar condições diferenciadas nos planos.

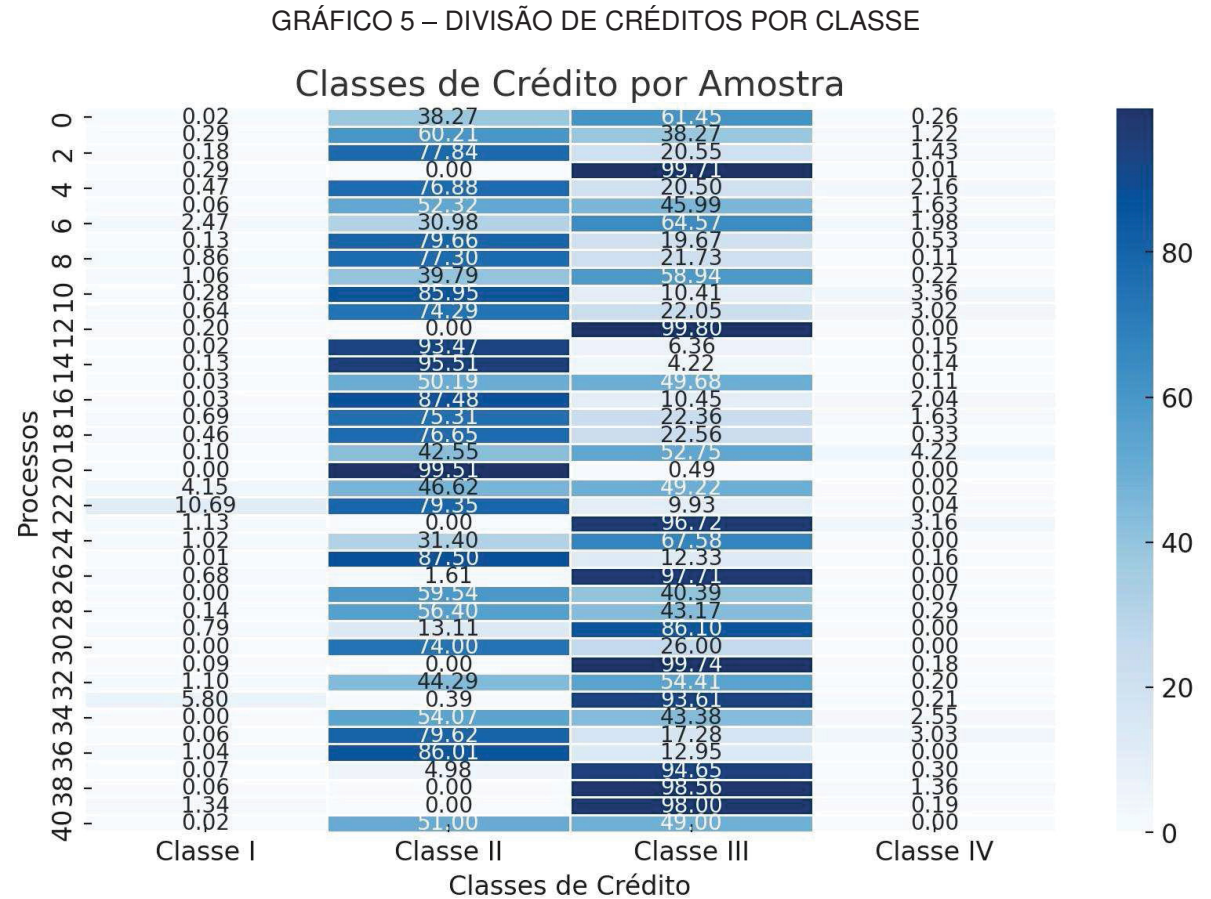
A concentração de créditos nas Classes II e III sugere um perfil claro de endividamento das empresas em recuperação judicial, refletindo a natureza das dívidas e o tipo de credores envolvidos. A predominância de créditos na Classe II indica um forte componente de endividamento bancário, visto que essa classe inclui credores com garantias reais, como bancos e instituições financeiras que oferecem empréstimos garantidos por bens da empresa. Isso revela que muitas das empresas analisadas contraíram dívidas significativas junto ao sistema bancário, utilizando ativos como garantias para obter capital, o que, em momentos de crise, pode dificultar a renegociação, já que esses credores possuem direitos preferenciais sobre os bens.

Por outro lado, a forte presença de créditos na Classe III, que engloba credores quirografários, sugere um endividamento com fornecedores de maior porte, que normalmente concedem crédito para a compra de insumos e mercadorias sem exigir garantias reais. Esse perfil de endividamento indica que as empresas em recuperação mantinham relações comerciais com grandes fornecedores, fugindo ao padrão de micro e pequenas empresas, que costumam operar com menor capacidade de crédito e menores volumes de dívida.

Essa concentração de dívidas com fornecedores maiores na Classe III pode indicar uma dependência significativa de grandes parceiros comerciais, que, diante da crise, tornam-se credores centrais nos processos de recuperação. Esses fornecedores, por não possuírem garantias reais, têm maior flexibilidade para negociar, mas também enfrentam maiores riscos de perdas, o que pode influenciar suas posições nas assembleias de credores. O *heatmap* a seguir evidencia essa

distribuição, permitindo uma visão clara da predominância das Classes II e III no perfil de endividamento das empresas analisadas, o que destaca o papel crucial de bancos e grandes fornecedores no processo de recuperação judicial.

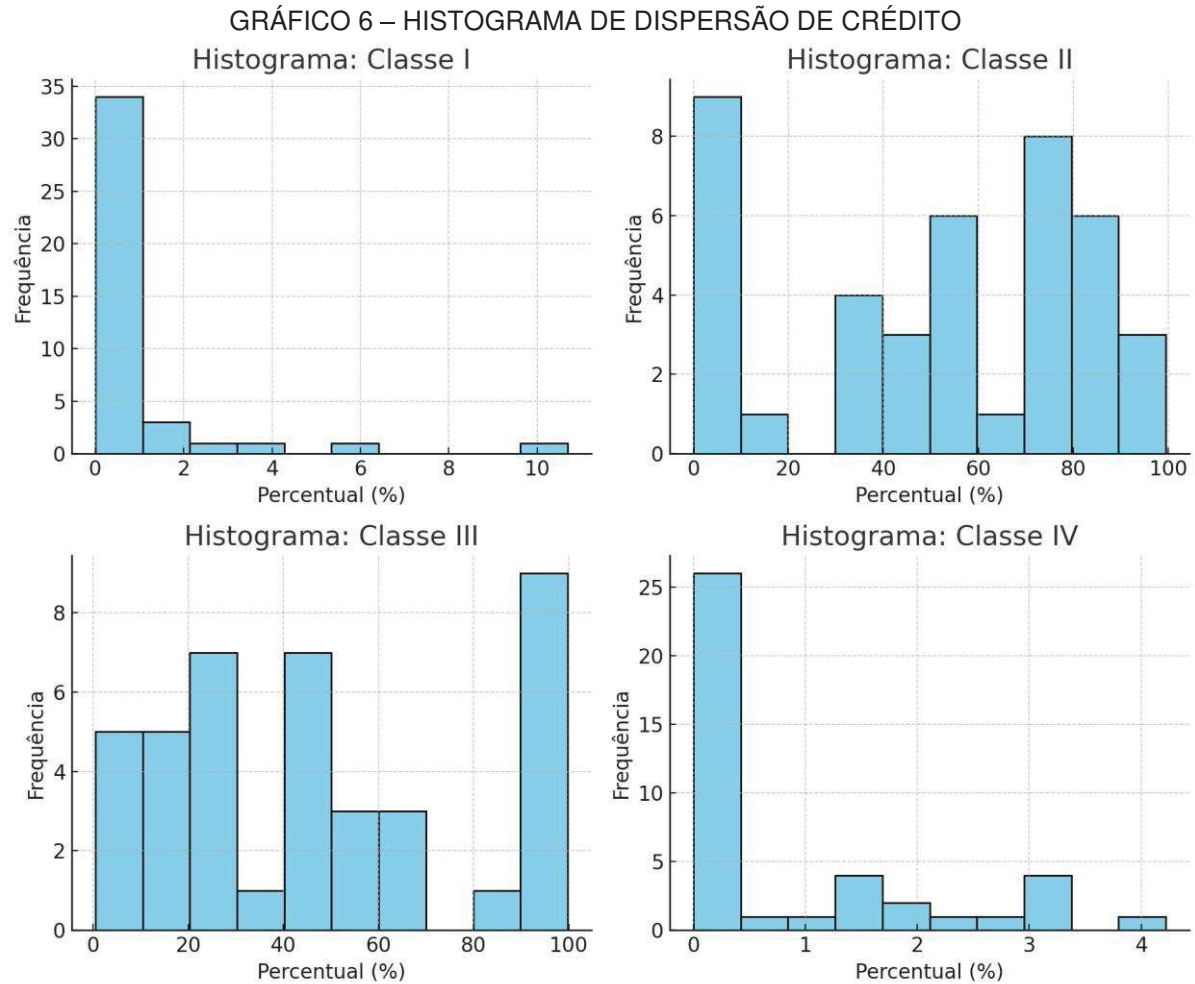
Para fornecer uma visão mais clara da distribuição dos créditos entre as diferentes classes, o *heatmap* apresentado abaixo ilustra a concentração dos créditos por amostra, permitindo uma análise visual das proporções e evidenciando a prevalência dos créditos nas Classes II e III. O *heatmap* revela como a distribuição de créditos entre as diferentes classes pode impactar a dinâmica das negociações e a eventual aprovação dos planos de recuperação judicial.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

O histograma a seguir oferece uma representação visual da distribuição dos créditos entre as classes de credores nas recuperações judiciais analisadas, permitindo uma compreensão clara do perfil de endividamento das empresas em recuperação. Ao contrário do *heatmap*, que destaca a concentração de créditos por

amostra, o histograma fornece uma visão agregada, mostrando a frequência com que diferentes volumes de crédito aparecem em cada classe de credores.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

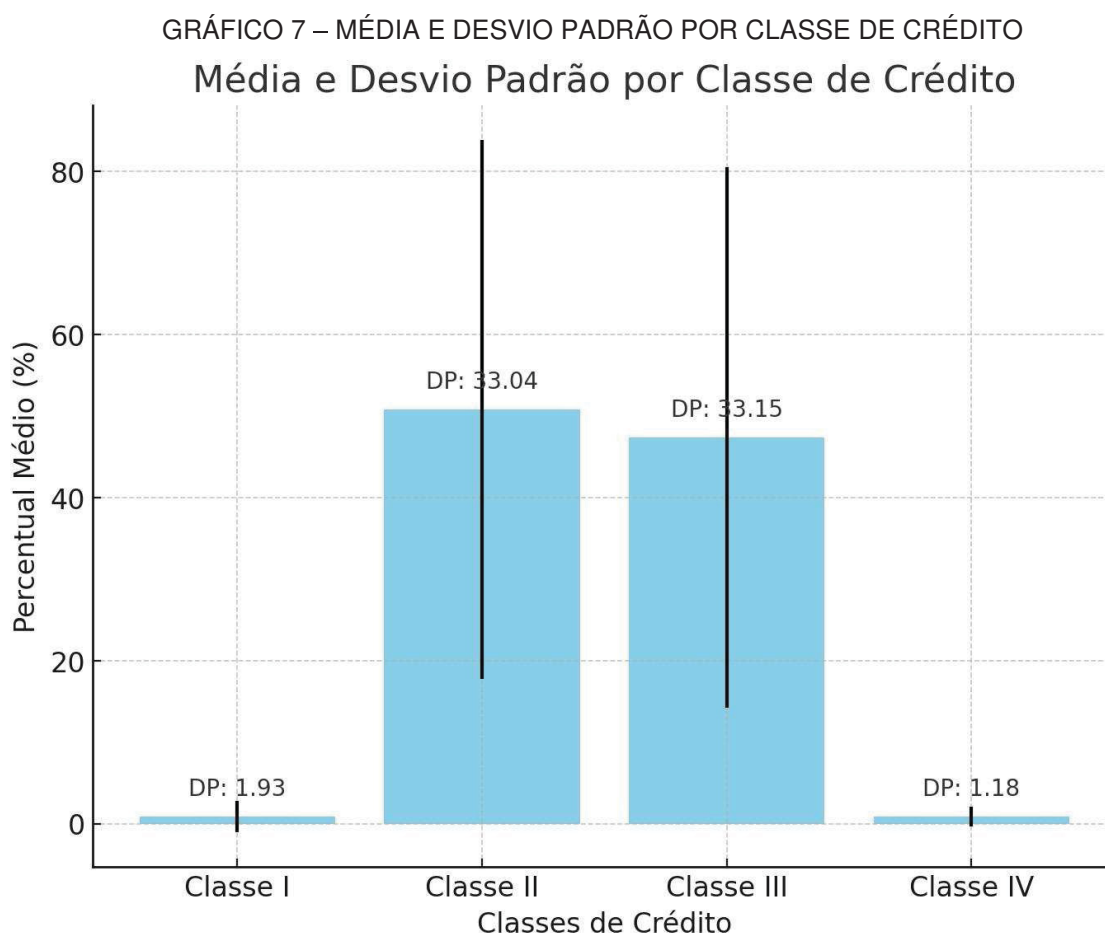
No caso da amostra analisada, o histograma revela que a maioria dos créditos está concentrada nas Classes II e III, confirmando o perfil de endividamento bancário e com grandes fornecedores, como discutido anteriormente.

A Classe II, que inclui credores com garantias reais (geralmente bancos), apresenta um padrão mais concentrado, o que reflete grandes volumes de crédito vinculados a garantias sobre bens da empresa. Já a Classe III, formada por credores quirografários (fornecedores maiores, sem garantias), mostra uma maior variação, com volumes de dívida distribuídos de forma mais dispersa.

A concentração dos créditos em poucas classes, especialmente nas Classes II e III, indica que essas categorias exercem uma influência determinante sobre a

aprovação dos planos de recuperação. A frequência com que aparecem grandes volumes de dívida nessas classes sugere que as decisões tomadas por bancos e grandes fornecedores serão cruciais para o futuro das empresas em recuperação.

Considerando os dados que foram coletados, e as análises até então feitas, é interessante avaliar a média e o desvio padrão por classe de crédito, culminando no seguinte gráfico:



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

A análise dos dados sobre a distribuição dos créditos por classe revelou algumas características interessantes, principalmente no que se refere à concentração de débitos nas Classes II e III. Essas classes, que representam respectivamente os créditos com garantia real (Classe II) e os créditos quirografários (Classe III), são as que, em média, carregam a maior porcentagem dos débitos das empresas em recuperação judicial. O desvio padrão elevado nessas classes indica

que, embora a média de concentração de dívidas seja alta, há uma grande variabilidade entre os processos.

Mas interessante é a troca entre as Classes II e III, ou seja, a ideia de que quando uma classe apresenta um percentual elevado de créditos em um processo, a outra tende a ter uma porcentagem menor, mas sem afetar significativamente as Classes I e IV. Isso ocorre porque, quando há uma maior concentração de créditos garantidos na Classe II, sobra menos espaço para a Classe III, que lida com credores quirografários sem garantia. Esse comportamento sugere que as duas classes "compensam" uma à outra, dependendo das características de cada processo. Essa compensação também justifica o desvio padrão elevado nas duas classes, uma vez que a concentração de passivos pode oscilar entre elas.

As Classes I (trabalhistas) e IV (micro e pequenas empresas) apresentam uma baixa variabilidade, conforme indicado pelo baixo desvio padrão. Isso sugere que, independentemente do processo, esses tipos de crédito tendem a ter uma proporção de dívida mais previsível e consistente. Isso pode se dever ao fato de que os créditos trabalhistas e os de micro e pequenas empresas, por suas características, apresentam uma menor variação entre os processos.

Para verificar se essa troca entre as Classes II e III é realmente significativa, foi realizada uma análise de correlação.

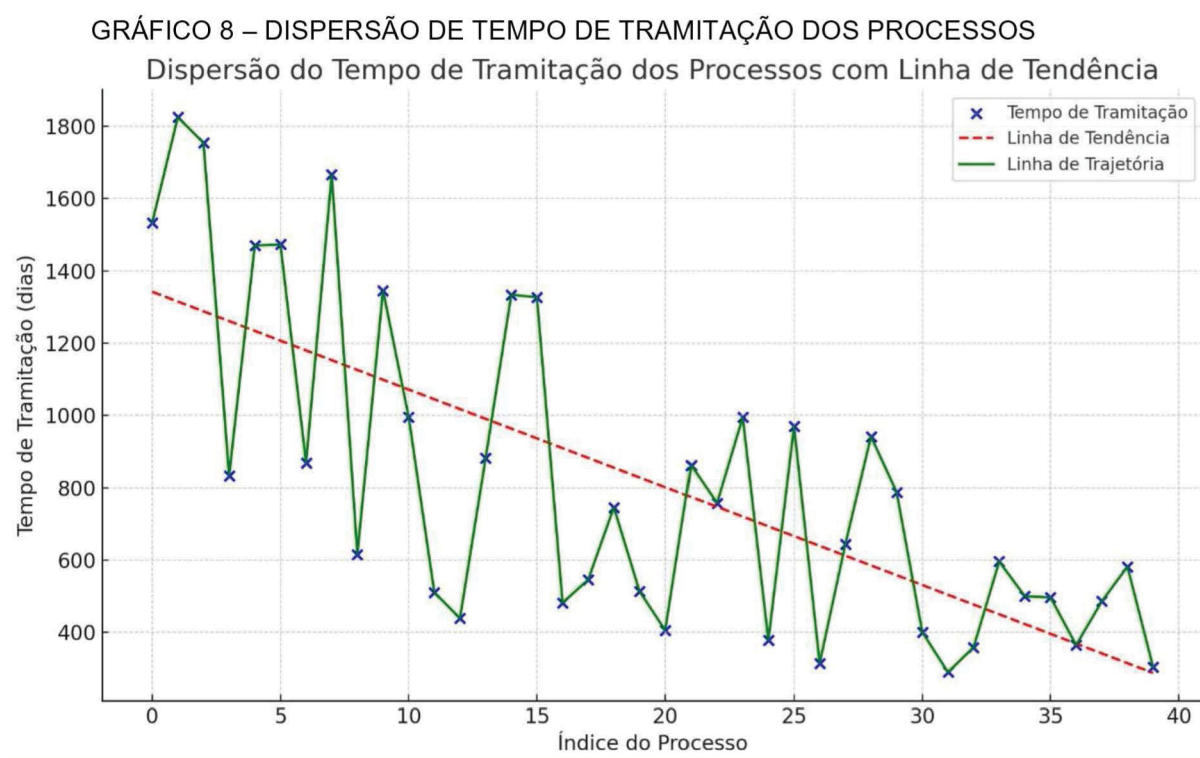
TABELA 4 – TESTE DE CORRELAÇÃO				
	<i>Classe I</i>	<i>Classe II</i>	<i>Classe III</i>	<i>Classe IV</i>
Classe I	1			
Classe II	0,06701	1		
Classe III	0,01434	-0,99801	1	
Classe IV	0,15954	0,128771	-0,15397	1

Os resultados indicam uma correlação negativa praticamente perfeita entre as Classes II e III (-0,99801), confirmando a hipótese de que, em processos onde a Classe II carrega uma maior porcentagem de créditos, a Classe III tende a carregar menos, e vice-versa. Essa correlação negativa evidencia a complementaridade entre essas duas classes no contexto das recuperações judiciais, onde o passivo total da empresa é distribuído entre credores com garantias reais e credores quirografários de acordo com as características financeiras e operacionais de cada empresa em

recuperação, demonstrando ainda a pouca afetação das classes I e IV nos procedimentos.

Com o objetivo de avaliar se a composição do quadro de credores exerce alguma influência sobre o tempo de tramitação dos processos de recuperação judicial, foi considerada a hipótese de que a forma de composição do quadro de credores poderia gerar maior dilação de prazo, considerando custos de transação mais elevados. Esses custos, em princípio, poderiam impactar diretamente o tempo necessário para a conclusão do processo, especialmente entre a autuação do feito e a homologação da decisão da assembleia geral de credores.

A análise realizada indicou a ocorrência de uma tendência significativa na redução do tempo de tramitação, o que sugere que, mesmo em processos mais complexos, pode haver mecanismos ou estratégias capazes de mitigar o impacto dos custos de transação, agilizando a resolução dos conflitos entre credores e devedores.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

Buscando maiores explicações, foi promovida a análise de dados mediante regressão múltipla, porém o modelo proposto apresenta uma baixa capacidade explicativa sobre a variável dependente em questão.

Utilizou-se como parâmetro o valor de crédito presente em cada categoria de crédito, tal qual já explicadas anteriormente. O valor do R múltiplo de 0,24 indica uma correlação muito fraca entre as variáveis independentes (percentual de crédito de cada classe) e a variável dependente (tempo de tramitação), sugerindo que há pouca relação entre elas. Além disso, o R-quadrado de 0,058 revela que apenas 5,8% da variação observada na variável dependente pode ser explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo.

TABELA 5 – REGRESSÃO ANÁLISE DE REDUÇÃO DE TEMPO DE TRAMITAÇÃO

RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,242472
R-Quadrado	0,058793
R-quadrado ajustado	-0,04579
Erro padrão	451,4859
Observações	41

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	4	458382,9	114595,7	0,562186	0,691572
Resíduo	36	7338221	203839,5		
Total	40	7796604			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>	<i>95% superiores</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Interseção Variável	416,4328	39102,61	0,01065	0,991562	-78887,3	79720,2	-78887,3	79720,2
Classe I Variável	-0,32519	390,7489	-0,00083	0,999341	-792,801	792,1503	-792,801	792,1503
Classe II Variável	3,743838	391,2503	0,009569	0,992418	-789,749	797,2362	-789,749	797,2362
Classe III Variável	2,652271	390,978	0,006784	0,994625	-790,288	795,5923	-790,288	795,5923
Classe IV	82,89207	385,6503	0,214941	0,831026	-699,243	865,0272	-699,243	865,0272

Ao considerar os resultados da ANOVA, observa-se uma F-estatística de 0,562 e um valor de significância (p-value) de 0,691, a concluir que o modelo, como um todo, não é estatisticamente significativo.

Ainda, o baixo R-quadrado, os altos valores de p e a ausência de significância das variáveis sugerem que o modelo não consegue capturar a relação entre as variáveis de forma eficaz.

Quiçá seja ainda mais relevante, por sua vez, um outro fator explicativo pode estar correlacionado à tendência de redução no tempo de tramitação dos processos.

Em especial a partir da amostra 15, que inaugura o ano de 2020. Em julho daquele ano o TJMT deu início à implementação de varas especializadas na matéria, o que pode ser um fator determinante na diminuição no tempo de tramitação, relacionada a uma maior especialização dos atores envolvidos – como advogados, administradores judiciais e, no caso, os juízes – na condução de processos de recuperação judicial, o que possibilita uma resolução mais célere, mesmo diante da complexidade imposta pelo quadro de credores. Essa tendência acentuada na redução do tempo entre a autuação e a homologação da decisão pela assembleia geral de credores abre espaço para maior destaque nas discussões sobre a eficiência do sistema judicial em processos de reestruturação empresarial como elemento chave para aprimoramento na rapidez das soluções para os procedimentos de reestruturação.

Os dados analisados sugerem que, embora a redução no tempo de tramitação em alguns casos seja evidente, o prazo do *stay period* de 180 dias, prorrogável por mais 180, conforme previsto no art. 6º, §4º, da LREF, apresenta-se, na prática, descolado da realidade processual. Esse prazo, idealizado para assegurar à empresa recuperanda estabilidade temporária para negociar com seus credores sem a pressão de execuções judiciais, frequentemente se revela insuficiente. O tempo médio necessário para a realização da AGC, que é o ato central da recuperação judicial, frequentemente excede o limite de 360 dias. Poucos casos conseguem concluir a AGC dentro desse prazo, criando uma disparidade entre o objetivo legal e a prática processual.

Além disso, a possibilidade de prorrogação do *stay period*, que se tornou quase uma regra nos processos de recuperação judicial, abre espaço para comportamentos oportunistas por parte de gestores. Ao perceberem a prorrogação como algo previsível e acessível, gestores podem ser incentivados a adotar práticas subótimas, como a protelação deliberada de negociações ou o adiamento de decisões estratégicas, com o único objetivo de estender o período de proteção contra execuções judiciais. Tal comportamento mina a confiança no sistema e perpetua a sensação de insegurança jurídica para credores e devedores.

Esses aspectos revelam um dilema enfrentado pela legislação: de um lado, há a necessidade de permitir a prorrogação do *stay period* em situações justificadas, para que empresas viáveis tenham a oportunidade de superar dificuldades financeiras em um ambiente controlado e estável. De outro, é imperativo limitar a dilação

excessiva desses prazos, para evitar incentivos perversos que favoreçam comportamentos oportunistas e comprometam a eficiência do processo.

A síntese desse dilema exige a busca por um equilíbrio entre flexibilidade e controle. É necessário que a legislação reconheça a complexidade inerente aos processos de recuperação judicial, ajustando o prazo do *stay period* às condições práticas e estruturais dos tribunais, mas também impondo critérios rígidos para concessão de prorrogações. Por exemplo, a adoção de mecanismos que vinculem a extensão do *stay period* a métricas objetivas de desempenho processual, como o progresso efetivo das negociações ou a demonstração de boa-fé nas tratativas, pode limitar o uso indevido desse instrumento e garantir que ele seja empregado como exceção, e não como regra.

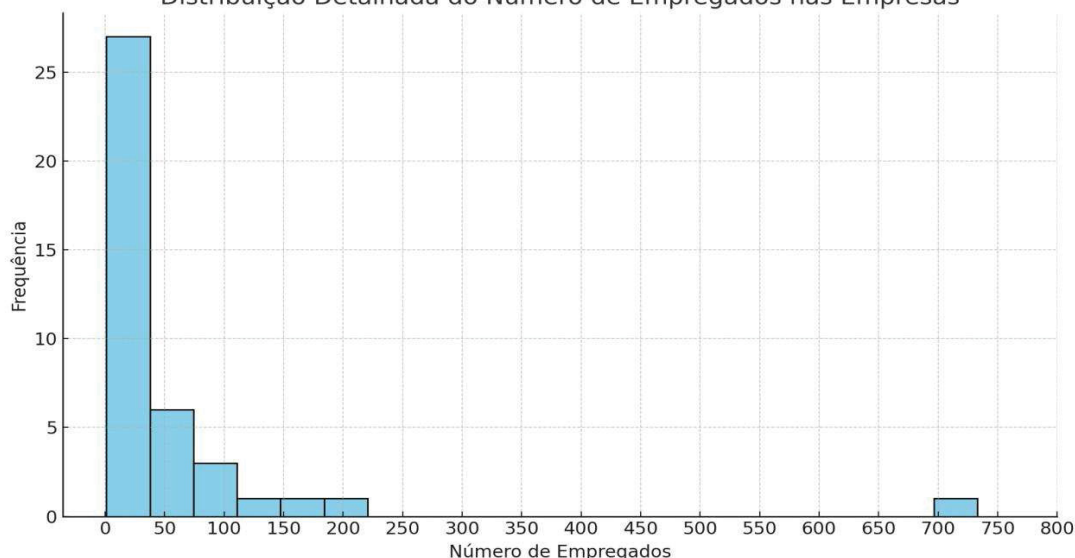
Assim, a solução para o dilema reside em estabelecer um sistema que equilibre a necessidade de proteção da empresa em recuperação com a exigência de celeridade e previsibilidade. Dessa forma, seria possível alinhar os objetivos da legislação às realidades práticas do mercado e do sistema judicial, promovendo um ambiente mais eficiente e justo para todos os envolvidos.

4.2.6 Número de Empregados e Dívida

Há de se destacar o baixo número de débitos trabalhistas. Para fins de complementação da informação promoveu-se então a análise do número de empregados declarados por cada empresa – e que consideram, de modo indistinto, o número de trabalhadores informais, temporários ou regularmente registrados e permanentes.

GRÁFICO 9 – DISTRIBUIÇÃO DE NÚMERO DE EMPREGADOS

Distribuição Detalhada do Número de Empregados nas Empresas



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

A recuperação judicial foi concebida como um instrumento legal para proteger empresas em crise, com o objetivo de manter suas operações ativas e preservar empregos. Contudo, em determinadas situações, especialmente quando há uma discrepância significativa entre o valor da dívida acumulada e o número de empregados, o propósito social desse mecanismo pode ser questionado.

Empresas com um número pequeno de empregados, algumas vezes com acumulam dívidas que ultrapassam centenas de milhões de reais. Nesses casos, a justificativa para a recuperação judicial se torna menos evidente, pois o impacto real no mercado de trabalho é limitado. Manter essas empresas em atividade através da RJ pode resultar em um esforço desproporcional considerando o pouco benefício em termos de preservação de empregos.

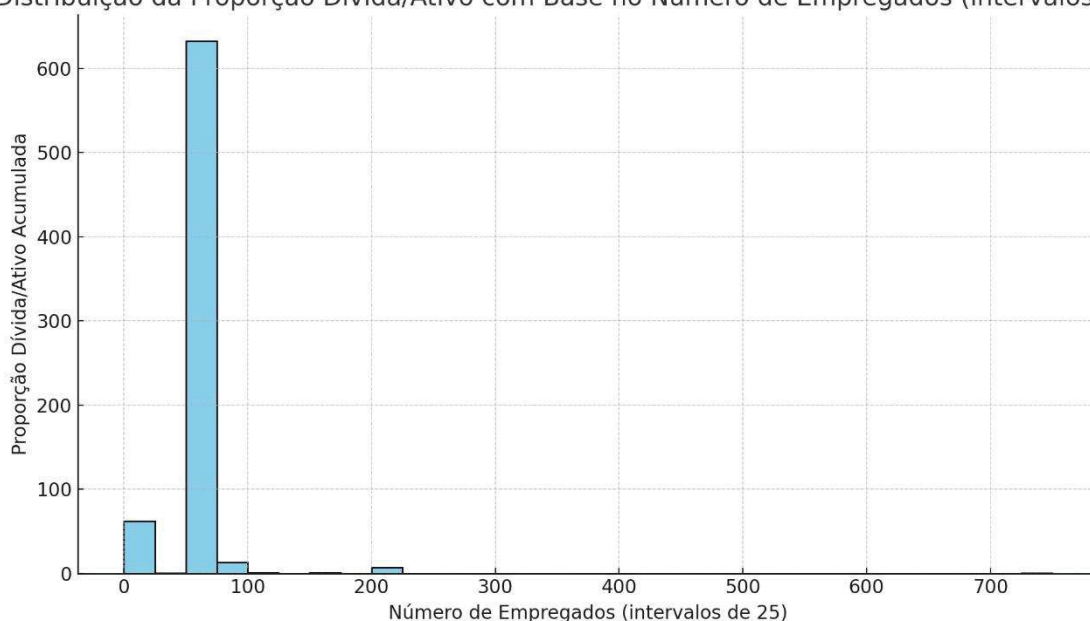
A função social da empresa, que é um dos pilares da recuperação judicial, parece ser comprometida quando se trata de empresas com poucos empregados e grandes dívidas. Embora a recuperação de uma empresa envolva renegociações com credores e a tentativa de evitar a falência, a preservação de uma empresa com poucos funcionários parece não gerar o impacto social esperado, tornando o processo, muitas vezes, mais benéfico para os credores e os administradores do que para a coletividade.

Empresas com uma função social limitada em termos de impacto econômico e geração de empregos devem ser submetidas a uma análise mais rigorosa, de forma

a garantir que o foco da recuperação judicial esteja realmente em manter empresas que contribuem de maneira significativa para o mercado de trabalho e o desenvolvimento econômico, sendo necessário promover um escrutínio maior para quiçá viabilizar a sua retirada do mercado de forma organizada.

Assim, embora a recuperação judicial seja um instrumento valioso, sua aplicação indiscriminada em empresas com dívidas altas e poucos empregados pode não se justificar. Reforçar a seletividade nesses casos garantiria que os recursos e esforços investidos fossem alocados em situações onde a função social da empresa, principalmente no que tange à preservação de empregos, fosse realmente relevante para a sociedade como um todo.

GRÁFICO 10 – PROPORÇÃO DÍVIDA/ATIVO COM BASE NO NÚMERO DE EMPREGADOS
Distribuição da Proporção Dívida/Ativo com Base no Número de Empregados (intervalos de 25)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

Os dados demonstram a relação entre a proporção dívida/ativo e o número de empregados, usando intervalos de 25 empregados. Tem-se que a maior parte da proporção dívida/ativo está concentrada em empresas com até 100 empregados, sendo que o pico mais relevante ocorre entre as empresas com menos de 75 empregados. Isso sugere que empresas com uma força de trabalho relativamente pequena acumulam uma proporção muito alta de dívidas em relação aos seus ativos.

Por outro lado, empresas com mais de 100 empregados tendem a apresentar uma proporção dívida/ativo muito menor, indicando que o valor de seus ativos é mais compatível com o valor de suas dívidas. Isso pode refletir uma estrutura patrimonial mais equilibrada ou uma situação financeira menos arriscada em comparação com empresas menores.

Esses dados reforçam a hipótese de que, embora a recuperação judicial seja um instrumento criado para proteger tanto a empresa quanto os empregos, nos casos de empresas com poucos funcionários e uma proporção muito elevada de dívidas em relação aos seus ativos, o impacto econômico pode ser questionável. Mesmo que essas empresas sejam mantidas em operação, o número de postos de trabalho preservados seria modesto, o que coloca em dúvida a eficácia de continuar com o processo de recuperação judicial, dado o volume da dívida acumulada.

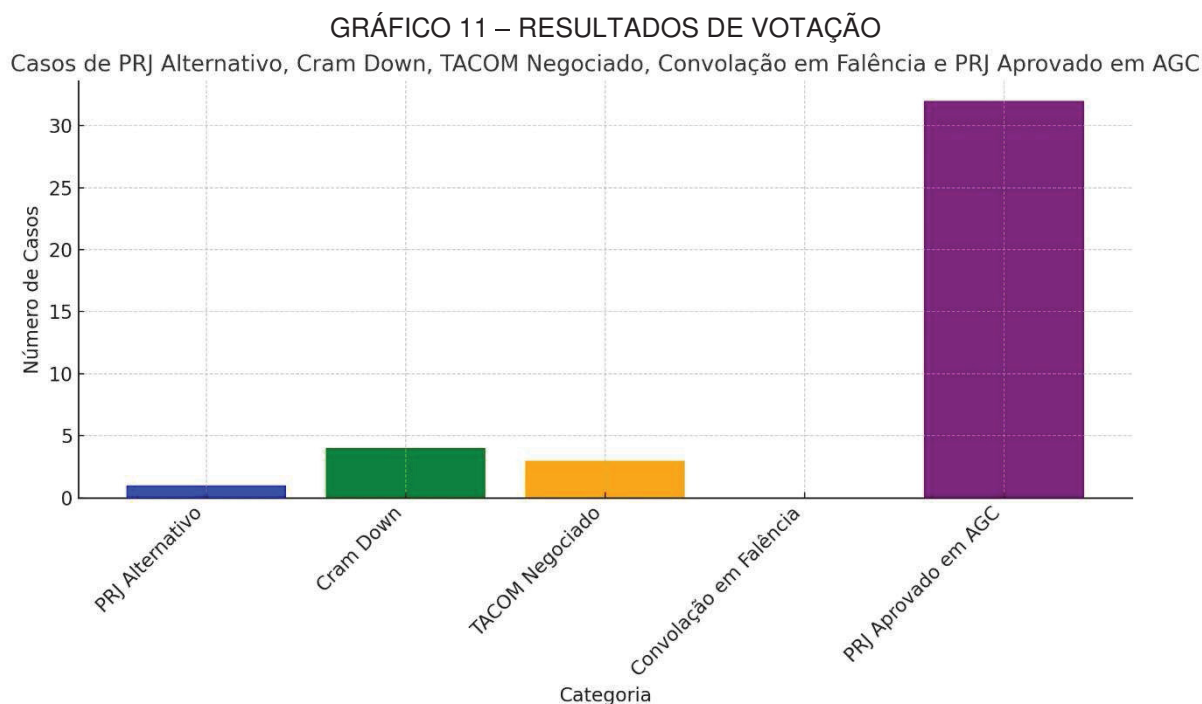
Isto parece caminhar em linha com a tese da eficiência dos conglomerados empresariais, a partir da lógica do ganho de produtividade por escala, que normalmente apresentam uma estrutura financeira mais robusta e uma gestão mais eficiente dos seus ativos e passivos. Empresas maiores tendem a manter uma proporção dívida/ativo mais equilibrada, o que lhes confere maior estabilidade e menor risco em situações de crise. Isso está em sintonia com a ideia de que grandes empresas, ao contrário das menores, são capazes de usar seus ativos de maneira mais eficaz para absorver impactos financeiros, o que reforça sua viabilidade dentro de um processo de recuperação judicial.

Dessa forma, a preservação de empregos em empresas maiores parece justificar mais fortemente a aplicação da recuperação judicial, ao contrário das empresas menores, em que pese a legislação por vezes busque prestigiar tais negócios, onde o impacto econômico e social tende a ser menos significativo, como evidenciado pelos dados.

4.2.7 Aprovação, Alteração ou Rejeição

O gráfico a seguir ilustra as principais formas de condução dos processos de recuperação judicial nos casos analisados. Entre as categorias destacadas, observase que, em apenas um caso, foi apresentado um PRJ alternativo ou complementar.

Além disso, em quatro casos foi promovido o *cram down*, mecanismo utilizado quando o Judiciário impõe a aprovação do plano, apesar da falta de consenso entre todas as classes de credores¹³⁵. Em três casos, a AGC foi substituída por um TACOM, sugerindo uma negociação entre as partes sem interferência do judiciário/administrador judicial, tratando-se, portanto, de casos bastante raros. A maioria, 32 processos, tiveram o PRJ aprovado em sede de AGC.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

Há divergência para com os dados coletados em pesquisa por Weisberg et al., que apurou a aprovação do plano em 66,7% dos casos, a aprovação do plano sem

^{135 147} A legislação estabelece os requisitos para o *cram down* na forma do art. 58, §1º da LREF: Art. 58. Cumpridas as exigências desta Lei, o juiz concederá a recuperação judicial do devedor cujo plano não tenha sofrido objeção de credor nos termos do art. 55 desta Lei ou tenha sido aprovado pela assembleia-geral de credores na forma dos arts. 45 ou 56-A desta Lei.

§ 1º O juiz poderá conceder a recuperação judicial com base em plano que não obteve aprovação na forma do art. 45 desta Lei, desde que, na mesma assembléia, tenha obtido, de forma cumulativa:

I – o voto favorável de credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes à assembléia, 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;

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.

AGC em 4,5%, a falência antes da AGC em 19,9%, e a falência durante a negociação em 1,1%¹³⁶.

Entretanto, o dado mais expressivo é a ausência de convolação em falência em qualquer um dos casos analisados, apesar da existência de pontos críticos relacionados aos dados financeiros, como a elevada proporção dívida/ativo em algumas empresas, bem como a geração de caixa livre pouco impressionante.

Em 32 casos, os planos de recuperação judicial foram diretamente aprovados na AGC, o que indica uma maior aceitação dos credores nessas situações. Esse dado chama atenção, pois, apesar de muitos indicadores financeiros desfavoráveis — especialmente em empresas com poucos empregados e grandes passivos acumulados —, nenhuma dessas empresas teve sua recuperação judicial convertida em falência.

Isso levanta uma questão interessante: até que ponto a ausência de convolação em falência pode ser explicada por uma tentativa de manter essas empresas ativas, mesmo diante de dados financeiros que indicam uma viabilidade questionável? A continuidade dessas recuperações, mesmo em cenários financeiros adversos, pode sugerir uma resistência em encerrar os processos por falência, possivelmente por receio dos impactos econômicos ou sociais decorrentes, e mesmo assim é viabilizada pelos credores.

Questão similar é posta por Mattos e Proença, quando indicam que não existe na legislação brasileira a necessidade de avaliação de maximização dos ativos.

Ocorre que como recordam os autores, “ao judiciário cabe apenas a atuação na condição de fiscalizador da licitude do procedimento. Ou seja, não há forma de se controlar essa maximização de valor do devedor”¹⁴⁹.

O que surpreende no caso porém é o fato de que em sua grande maioria os PRJ são aprovados diretamente, com poucos casos de cram down, a indicar que os credores apresentam significativo grau de concordância com os planos de recuperação, em que pese em sua maioria, novamente, contem com altíssimos graus de deságio e de pagamento diferido. A evidência coletada está de acordo com outros estudos¹³⁷.

¹³⁶ WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *op. cit.*

¹⁴⁹ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins, *op. cit.*, p. 88.

¹³⁷ “Em termos de incentivos, poder-se-ia pensar que, por mais que sem controle judicial, não haveria problema a falta de obrigação de demonstração de maximização de valor. Afinal, credores só

Sobre o tema Mattos e Proença sugerem que, quiçá, haja um gargalo na “falta de responsabilização dos profissionais que assinam laudos, os documentos de análise financeira de avaliação dos ativos não costumam servir para aquilatar a real situação do devedor”¹⁵¹. Tal afirmação embora tenha méritos parece esbarrar na presunção de capacidade de que instituições financeiras de grande porte, comumente as maiores detentoras de direito creditícios na Classe II, em avaliar adequadamente informações financeiras e realizar procedimentos de *valuation* de suas posições. Isto não descaracteriza as observações de Mattos e Proença no que concerne à pouca credibilidade desses documentos que “chegaram a indicar que a empresa em crise teria um retorno sobre investimento (ROI) de 25% ao mês para pagar seus credores, percentual absolutamente descolado da realidade”¹³⁸.

Quando se afere que não importa se uma empresa é viável ou não a longo prazo. Se sua situação financeira ruim é reflexo de uma gestão temerária ou inadequada. Se é mais eficiente a continuação do funcionamento da empresa, ou sua falência, o que se acaba por gerar é uma situação de fracasso em objetivos básicos da reestruturação: i) não há garantia, tampouco indicativo de gestão de que o resultado *ex post* do procedimento será positivo; ii) o débito perde seu caráter de enlace, não mais servindo a penalizar gestores ou acionistas adequadamente no procedimento¹³⁹.

Questão que merece ser apurada em estudos posteriores é até que ponto tais laudos influenciam a decisão dos credores, à medida que à toda evidência, não parecem influir efetivamente na tomada de decisão dos agentes, sendo interessante avaliar mediante entrevistas o grau de familiaridade dos credores com essa documentação.

Em comparativo é possível referenciar estudo promovido pela ABJ¹⁴⁰, que promoveu também análise empírica dos processos de recuperação judicial. Os dados

aprovariam planos que lhes fossem favoráveis. Contudo, a evidência da alta taxa de aprovação de planos de recuperação judicial, mesmo por empresas em situação financeira crítica e com planos que sequer endereça, seus problemas, é antes um indicativo de um demérito na estrutura e eficiência do processo de falência do que algo positivo nas empresas em recuperação judicial.” Idem, p. 89. ¹⁵¹ Idem, p. 88.

¹³⁸ Idem.

¹³⁹ HART, Oliver. *op. cit.*

¹⁴⁰ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA. Observatório da Insolvência. Processos de Recuperação Judicial em São Paulo. Coord. Marcelo Barbosa Sacramone, Marcelo Guedes Nunes, Ivo Waisberg [Et. Al]. Julho de 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf

relativos à aprovação de planos de recuperação judicial demonstram a ampla aceitação dos planos pelos credores. Considerando os dados agregados, sem distinção entre varas comuns e especializadas, observa-se que 14,0% das recuperações judiciais foram convoladas em falência antes mesmo da realização da primeira AGC. Entre os casos em que houve efetiva deliberação sobre o plano, 88,4% dos planos submetidos à AGC foram aprovados. Essa elevada taxa de aprovação indica que, uma vez superada a fase inicial do processo, há uma forte tendência de construção de acordos entre devedor e credores, o que reforça a natureza negocial da recuperação judicial e o papel do credor como verdadeiro fiscal da viabilidade do plano, conforme previsto pela LREF.

Do total de processos analisados, 515 planos foram aprovados (sendo 370 em varas comuns e 145 em especializadas), outros 33 foram aprovados sem a necessidade de AGC, presumivelmente em razão da ausência de objeções. Por outro lado, 114 processos resultaram em falência antes da realização da AGC (100 nas varas comuns e 14 nas especializadas), enquanto 15 empresas faliram durante a fase de negociação (8 nas comuns e 7 nas especializadas). Em 54 casos, o plano foi formalmente rejeitado pelos credores reunidos em assembleia (40 nas comuns e 14 nas especializadas). Esses dados, considerados em conjunto, revelam que 71,8% dos processos resultaram na aprovação do plano em assembleia, 4,6% foram aprovados por ausência de objeção, 15,9% foram convolados em falência antes da AGC, 2,1% faliram durante a negociação e 7,5% tiveram o plano rejeitado pela assembleia de credores.

Além disso, os dados indicam que a reprovação expressa do plano é relativamente rara e que a falência antes da primeira AGC se concentra, em sua maioria, entre empresas com menor faturamento. À medida que aumenta o porte da empresa, esse desfecho se torna progressivamente menos frequente, o que sugere que empresas de maior capacidade econômica têm mais chances de estruturar uma proposta de recuperação viável, ainda que em estágio inicial de crise.

No que diz respeito ao uso do *cram down*, a incidência foi baixa. Do total de 548 planos aprovados, apenas 36 foram validados por essa via excepcional, o que representa 6,6% do total. Nas varas comuns, o *cram down* foi aplicado em 28 casos

(7,1%), enquanto nas varas especializadas essa ocorrência foi ainda mais restrita, aparecendo em apenas 8 casos (5,1%).

Ao confrontar esse panorama com a amostra selecionada no presente estudo, nota-se tanto convergência quanto peculiaridades dignas de nota. Dos 40 casos analisados, em 32 a aprovação do plano de recuperação judicial ocorreu diretamente por meio de deliberação em AGC. Apenas quatro planos foram aprovados por *cram down*, e em um único caso houve apresentação de plano alternativo. Também se identificaram três processos em que a AGC foi substituída por TACOM, sinalizando uma composição consensual atípica, fora do rito tradicional. O dado *outlier*, porém, é a ausência de convalidação em falência em qualquer dos processos analisados, mesmo diante de, como se verá, indicadores financeiros alarmantes, como passivos extremamente elevados, ativos reduzidos e geração de caixa limitada.

Essa constatação leva à indagação de até que ponto a não decretação da falência estaria relacionada a uma postura de tolerância institucional e dos próprios credores, possivelmente sustentada por fatores não financeiros — como os imaginados impactos sociais e econômicos do encerramento das atividades da empresa. O fato de que muitos desses planos foram aprovados com altos graus de deságio e prazos longos de carência ou parcelamento parece fugir à racionalidade esperada.

Essa tolerância com a manutenção de empresas possivelmente inviáveis levanta importantes questões sobre a eficiência alocativa do sistema. Se a viabilidade de longo prazo é ignorada, se a má gestão não é punida, e se não há incentivos para liquidação quando ela se mostra mais eficiente, então os objetivos centrais do instituto da recuperação judicial — entre eles a reestruturação com vistas à sustentabilidade futura — acabam desvirtuados. Nessas circunstâncias, o crédito perde sua função disciplinadora, e a recuperação judicial se transforma em uma moratória institucionalizada, com efeitos sistêmicos adversos para o mercado de crédito e para a alocação eficiente de recursos na economia.

5. ANÁLISE FINANCEIRA DAS RECUPERAÇÕES JUDICIAIS

Hemingway, em um *The Sun Also Rises*¹⁴¹, apresenta um diálogo curioso entre dois amigos, Bill e Mike. “Como você foi à falência?”, pergunta Bill. “De duas formas”, responde Mike, “Gradualmente depois subitamente”. (“*How did you go bankrupt?*” *Bill asked. ‘Two ways,’ Mike said. ‘Gradually and then suddenly’*).

A análise dos dados concretos, e sua comparação com os pressupostos teóricos adotados, revela desafios estruturais e práticos que comprometem a eficácia dos procedimentos de recuperação judicial. Foi possível observar dos dados até aqui expostos, em resumo:

- grande número das empresas adota formas empresariais simples, boa parte envolvendo a atividade empresarial rural por pessoa física, trazendo consigo as deficiências gerenciais típicas de negócios pouco organizados;
- a consolidação substancial foi deferida explícita ou implicitamente em todos os casos, de modo que os PRJs são únicos, inexistindo razão para segregação das amostras no que diz respeito à existência de litisconsórcio ativo;
- os motivos da crise são declarados pelas empresas, quase por unanimidade, como unicamente exógenos, a de modo que o decurso do tempo (vencidos motivos climáticos em especial), cumulado aos efeitos da recuperação judicial, seria suficiente à retomada da viabilidade da empresa;
- que os métodos aplicados resumem-se, quase que exclusivamente, à reconfiguração da dívida, mediante a aplicação de deságios volumosos e renegociação de condições de pagamento a longuíssimo prazo;
- que a maior parte desses negócios não envolve créditos relevantes em matéria trabalhista, ou com credores especiais (Classe IV), sendo no mais das vezes afetados por grandes créditos (garantidos ou quirografários);

¹⁴¹ HEMINGWAY, Ernest. *The Sun Also Rises*. New York: Scribner, 2006.

- que há grande descompasso entre o número de empregos envolvidos na atividade econômica, em comparação às dívidas contraídas em mercado, indicando o possível descompasso entre o benefício social gerado pela reestruturação, comparando-se o nível de empregos protegidos e o dano causado aos credores pela renegociação;
- que, de modo praticamente unânime, é aprovado o PRJ, seja diretamente, seja através de métodos acessórios (TACOM, *cram down*).

O que se propõe agora neste capítulo é colocar estes dados à prova. Essas empresas foram unicamente alvo de efeitos adversos de causas exógenas e são recuperáveis a longo prazo? Se verdadeiro suas projeções refletem a capacidade de continuação a longo prazo? Os métodos aplicados demonstraram-se suficientes a, pelas próprias projeções, viabilizar a continuidade saudável da empresa?

Ou, ao revés, estariam tais planos lastreados em projeções excessivamente otimistas, descoladas da realidade financeira revelada nos demonstrativos contábeis? Teriam sido ignorados elementos internos de crise — como má gestão, estrutura de capital disfuncional ou ineficiência operacional — que, embora não declarados como causas da crise, aparecem de forma evidente nos indicadores econômico-financeiros? Seria possível afirmar que os planos de recuperação judicial, em sua maioria, limitam-se a postergar o enfrentamento das causas estruturais da insolvência, promovendo soluções paliativas que apenas redistribuem prejuízos, sem garantir a verdadeira recuperação da atividade?

Este capítulo, portanto, busca confrontar a narrativa processual com os dados financeiros levantados, examinando a consistência entre os discursos apresentados nos PRJs, os métodos adotados e os resultados projetados, com vistas a aferir a efetiva viabilidade econômica dessas recuperações.

A partir das análises realizadas, e das que serão melhor detalhadas ao longo do presente capítulo, verifica-se uma possível inadequação entre as práticas e os objetivos legais e econômicos dos processos de recuperação judicial que não é meramente circunstancial, mas reflete limitações metodológicas e sistêmicas que necessitam de uma revisão crítica dos procedimentos, a partir da lógica dos incentivos

aplicados pela legislação, e pela própria dinâmica do jogo estabelecido entre os atores do processo (devedor e credores de cada uma das classes).

Um dos principais problemas identificados está relacionado aos relatórios de viabilidade econômica, que frequentemente apresentam inconsistências metodológicas significativas. Essas inconsistências incluem projeções financeiras excessivamente otimistas, desconexão com as condições de mercado e ausência de dados confiáveis. Tais deficiências não apenas enfraquecem a confiança entre credores e devedores, mas também dificultam a identificação de estratégias viáveis para reestruturar as empresas em crise. Adicionalmente, a falta de padronização nos relatórios de viabilidade contribui para a criação de cenários assimétricos, onde credores menores, com menor capacidade técnica, enfrentam dificuldades para avaliar adequadamente as propostas apresentadas, aumentando os riscos de decisões baseadas em informações incompletas ou enviesadas.

Outro ponto de destaque são as dificuldades impostas pela assimetria de informações e pelos conflitos de interesse entre as partes interessadas. Credores com níveis distintos de sofisticação técnica e interesses divergentes frequentemente entram em colisão, o que intensifica a desconfiança e dificulta a construção de consensos. Esse cenário é agravado por uma cultura jurídica e negocial que, muitas vezes, prioriza a resolução formal (como o prazo máximo de duração do procedimento e um *stay period* que na maioria das vezes é insuficiente à realização da AGC, uma fábula legal) em detrimento de soluções práticas e economicamente sustentáveis. Essa desconexão impacta negativamente não apenas os resultados dos processos individuais, mas também a percepção de confiança no sistema como um todo, desencorajando futuros acordos extrajudiciais ou colaborações mais amplas entre as partes.

Os limites operacionais e estruturais das empresas em recuperação, associados às barreiras impostas pelo sistema jurídico e econômico, tornam a implementação de planos de recuperação um desafio que vai além das questões meramente técnicas.

A baixa qualificação de gestores, aliada à ausência de mecanismos eficientes para avaliar a eficácia dos planos aprovados frequentemente resulta em planos que

são, na prática, inviáveis¹⁴². Essa realidade gera um impacto duplo: reduz a eficácia dos processos como ferramenta de preservação empresarial e amplifica os custos econômicos e sociais da insolvência, especialmente em setores estratégicos como o agronegócio.

No presente tópico serão abordadas quatro questões diversas.

Primeiramente a análise do ROA ao longo dos três anos anteriores ao pedido de recuperação judicial permite uma avaliação da trajetória da eficiência econômica das empresas. O critério foi utilizado por se tratar de um indicador financeiro amplamente reconhecido na literatura de finanças corporativas¹⁴³, que mede a eficiência da empresa na utilização de seus ativos para gerar lucro.

Na sequência a relação entre o valor do ativo declarado e a dívida reconhecida como um indicador essencial para avaliar a solvência patrimonial das empresas em recuperação judicial. A razão entre o valor dos ativos declarados e a dívida reconhecida foi utilizada como *proxy* da liquidez patrimonial e como uma medida simples da solvência estática da empresa. Esse indicador é tradicionalmente empregado na análise do balanço patrimonial para estimar se a empresa possui capacidade de honrar seus passivos com a realização de seus ativos¹⁴⁴. Em situações de crise, ele oferece uma visão da posição de cobertura patrimonial dos credores e subsidia decisões sobre a viabilidade da recuperação ou a conveniência da liquidação.

O segundo dado será a relação entre a dívida reconhecida e a geração de caixa livre projetada para 10 anos (GCL +10) oferece uma perspectiva sobre a viabilidade econômica das empresas. Valores elevados na razão Dívida/GCL +10 indicam dificuldades operacionais severas, enquanto valores baixos sugerem viabilidade financeira. A razão entre a dívida reconhecida e a geração de caixa livre projetada para os dez anos subsequentes foi empregada como uma aproximação da capacidade futura de pagamento, representando uma avaliação dinâmica da viabilidade da empresa. Essa métrica busca aferir se a geração de caixa operacional projetada é suficiente para honrar as obrigações assumidas, sendo análoga à lógica contábil do índice de cobertura da dívida, embora ajustada para o horizonte temporal

¹⁴² MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins, *op. cit.*, p. 89.

¹⁴³ ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2022; BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Princípios de finanças corporativas*. 13. ed. São Paulo: McGraw-Hill Education, 2020.

¹⁴⁴ A ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S. *op. cit.*

médio dos planos de recuperação judicial. A métrica se aproxima conceitualmente do indicador lucro líquido/passivo total, usado para avaliar solvência e lucratividade de longo prazo, mas com foco em fluxo de caixa, que é mais relevante para decisões de recuperação¹⁴⁵.

Por fim toma como base um modelo APV adaptado¹⁴⁶, o VPL foi utilizado para avaliar a viabilidade econômica das empresas em recuperação judicial. O VPL positivo indica projetos viáveis, com geração de caixa futura superior ao investimento inicial mediante uma projeção e taxa de retorno determinada, enquanto valores negativos sugerem que a liquidação dos ativos seria possivelmente mais vantajosa. No caso é destacada, com base em White, a importância de reduzir erros do tipo I (manutenção de empresas inviáveis) e tipo II (liquidação de empresas eficientes), com a necessidade de maior rigor técnico nos critérios de reorganização e o uso de métricas objetivas para orientar e gerar maior transparência à decisão informada dos credores.

A escolha do modelo APV adaptado difere da abordagem, por exemplo, de Waisberg¹⁴⁷, que dá maior ênfase à relação entre dívida e faturamento, este que, embora relevante, não reflete diretamente a geração de valor econômico nem a capacidade de pagamento efetiva da empresa. O faturamento ignora elementos cruciais como a estrutura de custos, o nível de endividamento, a eficiência operacional e, sobretudo, o fluxo de caixa disponível — que é, em última instância, o que sustenta a continuidade do negócio. O modelo APV, mesmo adaptado, é mais robusto pois permite isolar o valor da empresa a longo prazo, fornecendo uma avaliação mais precisa da viabilidade econômica em cenários de reestruturação. Ao adotar esse modelo, busca-se justamente superar análises simplificadas e promover decisões mais fundamentadas, reduzindo o risco de perpetuação de empresas inviáveis e de eliminação prematura de negócios com potencial de recuperação.

¹⁴⁵ DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2006; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. *Análise de balanços*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

¹⁴⁶ ALTMAN, E. I. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. op.cit. p. 93-94; 117.

¹⁴⁷ WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. op. cit.

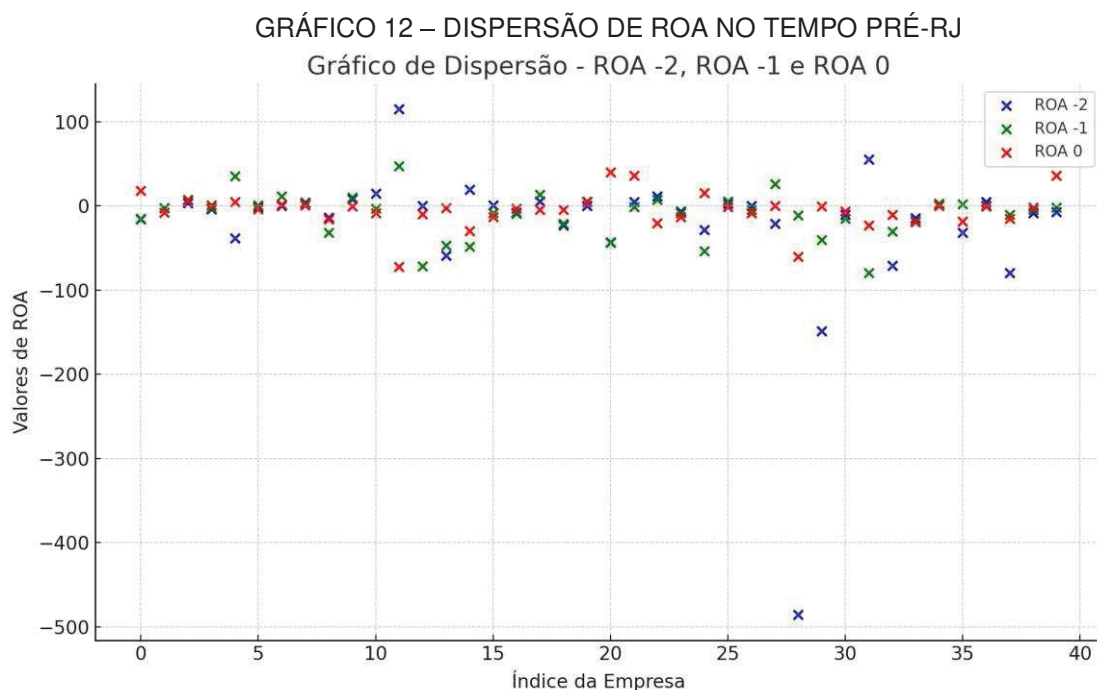
5.1 Progressão do ROA

O ROA é um dos indicadores financeiros mais amplamente utilizados para medir a eficiência de uma empresa em gerar lucros a partir de seus ativos. Em termos simples, o ROA demonstra quanto de lucro uma empresa consegue gerar com base em cada unidade monetária investida em seus ativos. O cálculo do ROA é feito dividindo-se o lucro líquido pelo total de ativos da empresa, oferecendo uma visão clara da capacidade da empresa em transformar seus recursos disponíveis em resultados financeiros positivos.

A importância do ROA está em sua capacidade de fornecer uma medida clara e direta da eficiência econômica da empresa. Ao relacionar o lucro líquido com o total de ativos, o ROA permite que analistas e gestores avaliem se a empresa está utilizando seus ativos de maneira eficiente. Empresas com ROA elevado conseguem maximizar a utilização de seus recursos, gerando mais lucro com uma quantidade limitada de ativos. Em contrapartida, um ROA baixo pode indicar que os ativos estão sendo subutilizados ou que a empresa está enfrentando dificuldades para converter seus recursos em retorno financeiro.

O ROA está diretamente ligado à eficiência econômica, uma vez que o ROA reflete a habilidade da empresa em gerenciar seus ativos de forma eficiente para gerar lucros. Quando uma empresa utiliza seus ativos de maneira eficiente, consegue gerar retornos maiores com menos recursos, aumentando sua competitividade no mercado e sua sustentabilidade a longo prazo. Em setores como o agronegócio, por exemplo, onde os ativos fixos e o capital investido são elevados, o ROA torna-se ainda mais relevante, pois pequenas variações na eficiência operacional podem resultar em impactos significativos na lucratividade. A análise do ROA ao longo do tempo permite identificar tendências de eficiência e, consequentemente, oportunidades de melhoria na gestão de recursos.

O gráfico de dispersão apresentado compara os valores de ROA -2, ROA -1 e ROA 0, correspondendo ao ROA das empresas dois anos antes, um ano antes, e no ano de referência, respectivamente. Através da comparação dos três períodos, o gráfico busca identificar tendências de desempenho ao longo do tempo, permitindo inferências sobre a evolução da rentabilidade das empresas.



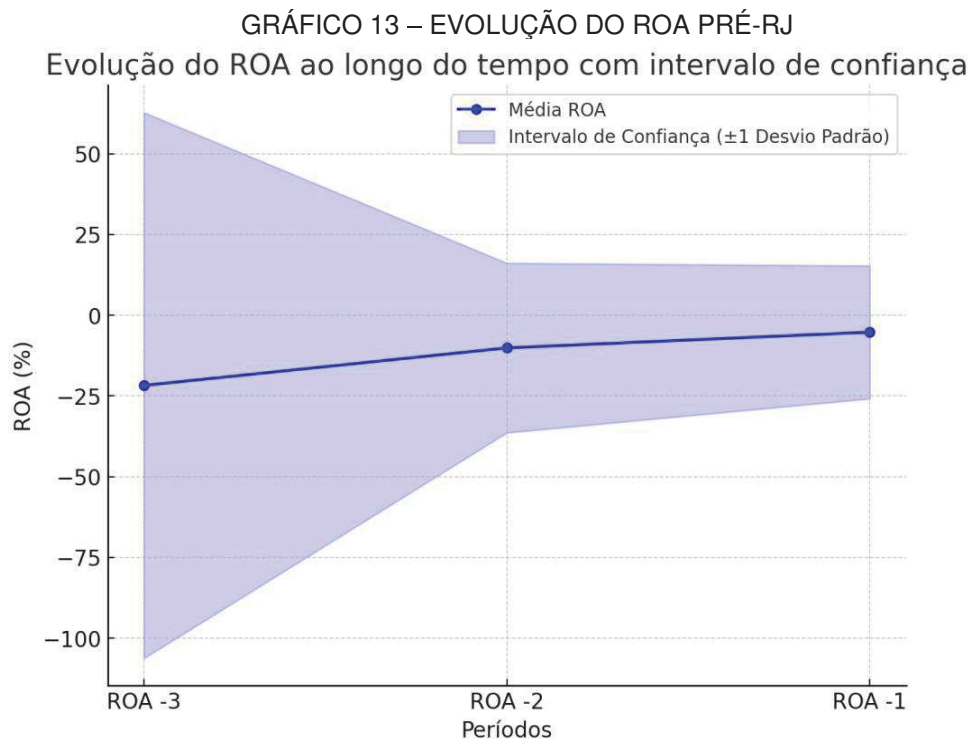
Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

O gráfico mostra que, em vários casos, os valores de ROA -2 apresentam grandes variações, tanto positivas quanto negativas, com alguns pontos extremamente baixos, chegando a mais de -400%. Essas flutuações indicam que algumas empresas enfrentaram grandes dificuldades financeiras dois anos antes do ano de referência, sugerindo uma fase de crise ou perda acentuada de eficiência no uso dos ativos. Apesar disso, há também casos onde o ROA -2 é positivo, sugerindo que algumas empresas conseguiram manter sua eficiência nesse período.

A segunda série de valores, ROA -1, que reflete o desempenho um ano antes, tende a ser mais estável, com menos variações extremas em comparação ao ROA 2. Isso pode indicar uma tentativa de recuperação em algumas empresas ou uma estabilização das operações financeiras. Esse comportamento sugere que medidas estratégicas podem ter sido tomadas para lidar com crises anteriores, resultando em uma melhora gradual para algumas empresas.

Já os valores de ROA 0, que representam o ano de referência, mostram uma mistura de resultados. Em muitos casos, o ROA permanece negativo, indicando que algumas empresas ainda não conseguiram reverter suas dificuldades financeiras. No entanto, há exemplos em que o ROA 0 se aproxima ou atinge valores positivos, o que sugere uma recuperação mais significativa em algumas empresas, refletindo

possivelmente os efeitos de melhorias operacionais ou estratégicas adotadas nos períodos anteriores.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

A análise dos dados do ROA ao longo de três anos anteriores ao processo de recuperação judicial revela uma tendência geral de melhora no desempenho das empresas. Inicialmente, observa-se que a média do ROA melhora de forma consistente entre os períodos analisados. No ano de ROA -3, a média do retorno sobre os ativos era de -21,72%, refletindo uma situação financeira bastante difícil para as empresas. No período subsequente, ROA -2, essa média melhora para -10,11%, e no último ano analisado, ROA -1, a média do ROA sobe para -5,24%. Essa melhora progressiva sugere que, apesar de estarem em uma posição financeira negativa três anos antes do processo de recuperação, as empresas estão gradualmente conseguindo melhorar seu desempenho financeiro, embora ainda operem com retornos negativos até o último período.

No entanto, é importante destacar a alta variabilidade no período ROA -3, evidenciada por um desvio padrão elevado de 84,47%. Isso indica que as empresas apresentavam resultados muito díspares nesse momento, com algumas enfrentando

retornos extremamente negativos, enquanto outras estavam em uma situação menos crítica. Essa dispersão nos resultados financeiros pode refletir diferentes graus de severidade da crise enfrentada pelas empresas. Três anos antes da recuperação, algumas estavam em um estágio mais avançado de declínio, enquanto outras ainda conseguiam manter algum nível de estabilidade.

À medida que o tempo avança, há uma redução da variabilidade nos resultados financeiros. O desvio padrão, que era bastante elevado em ROA -3, diminui para 26,24% em ROA -2 e para 20,57% em ROA -1. Essa queda na variabilidade indica que, conforme as empresas se aproximam do período mais recente, seus resultados financeiros tendem a ser mais homogêneos. Essa homogeneização pode ser um indicativo de que as empresas, em geral, estão respondendo de maneira mais uniforme às condições econômicas ou às medidas de reestruturação implementadas. A diminuição do desvio padrão sugere que as empresas estão passando por um processo de estabilização, ainda que em terreno negativo.

Apesar dessa tendência de melhora, o desempenho negativo persistente das empresas é notável. Mesmo no último período analisado (ROA -1), o ROA médio continua negativo, em -5,24%. Isso indica que, embora haja uma recuperação em andamento, as empresas ainda lutam para alcançar retornos positivos sobre seus ativos. A incapacidade de transformar ativos em lucros positivos reflete os desafios que essas empresas enfrentam, o que é uma característica comum em processos de recuperação judicial, onde os custos operacionais elevados e as dificuldades de gestão ainda podem impedir uma recuperação plena.

Outro ponto a ser considerado são as barras de erro presentes no gráfico, que representam os intervalos de confiança para os resultados. As barras de erro são maiores em ROA -3, o que reflete uma incerteza significativa sobre os resultados financeiros nesse período. Isso sugere que, três anos antes da recuperação, os fatores que impactavam as empresas eram mais diversos e intensos. Entretanto, à medida que nos aproximamos do período ROA -1, essas incertezas diminuem, indicando uma estabilização progressiva da situação financeira das empresas, embora ainda em cenário negativo.

Quanto aos possíveis fatores que explicam a recuperação observada, pode-se considerar a adoção de medidas de recuperação, como a renegociação de dívidas, melhorias nas operações ou até mesmo condições econômicas mais favoráveis que

tenham contribuído para essa melhoria no desempenho financeiro. No entanto, o fato de o ROA médio ainda permanecer negativo evidencia que as empresas enfrentam desafios persistentes. Entre esses desafios, podem estar a manutenção de custos elevados, problemas de gestão, ou até a dependência de fatores externos que dificultam a plena recuperação.

A análise dos dados sugere que, embora haja uma tendência de melhoria no desempenho financeiro das empresas ao longo dos três anos analisados, elas ainda enfrentam dificuldades significativas para retornar a uma posição financeiramente saudável. O fato de o ROA continuar negativo até o último período avaliado reforça que muitas empresas ainda estão em dificuldades, mesmo com sinais de recuperação parcial. A diminuição progressiva da variabilidade entre as empresas indica que elas estão começando a responder de maneira mais homogênea às intervenções de reestruturação e ao ambiente econômico.

Em que pese autores como Eduardo Mattos indiquem que os procedimentos de reestruturação de capital implique em possível maximização de incentivos ruins, apontando que “projetos mais seguros (e, por definição, com retornos menores) provavelmente não a tirariam do estágio de *distress*, enquanto projetos arriscados talvez o fizessem”, sugerindo assim “o incentivo para o super-investimento (*overinvestment*) na empresa”¹⁴⁸, os dados coletados relativamente à evolução do ROA indicam que, em realidade, os projetos convergem à normalização das margens, aproximando-se do zero.

A análise do gráfico revela uma melhora contínua na média do ROA, indo de ROA -3 para ROA -1. Esse padrão sugere que as empresas, ao longo do tempo, começaram a adotar estratégias que mostraram resultados progressivos. No entanto, o fato de o ROA ainda permanecer negativo em ROA -1 indica que, apesar de estar em curso, a recuperação ainda não foi completa.

Sob a ótica de Mattos, essa melhora gradual pode estar associada a tentativas de super-investimento, uma prática comum em empresas em situação de *distress*. Em um cenário de crise financeira, as empresas podem ter se sentido impelidas a tomar decisões arriscadas com a expectativa de que essas escolhas gerariam retornos mais altos no futuro. No entanto, o fato de o ROA ainda ser negativo em ROA -1 sugere

¹⁴⁸ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins, *op. cit.*, p. 72.

que essas estratégias arriscadas não foram inteiramente bem-sucedidas. Embora essas iniciativas possam ter ajudado a mitigar as perdas, o quadro geral indica que os problemas financeiros ainda não foram resolvidos por completo.

Outro ponto importante revelado pelo gráfico é a alta variabilidade do ROA no período ROA -3, com um desvio padrão de 84,47%, o que reflete a volatilidade extrema entre as empresas. Esse desvio elevado indica que, enquanto algumas empresas estavam enfrentando retornos muito negativos (com ROAs abaixo de 100%), outras estavam em uma situação financeira menos grave. Essa disparidade pode ser um reflexo do comportamento instável das empresas nesse estágio inicial de distress, onde as condições eram amplamente variáveis.

Em cenários de alta incerteza, como o observado em ROA -3, as empresas podem ter se sentido mais incentivadas a adotar estratégias de over-investimento. A busca por projetos de alto risco, que pudessem potencialmente reverter a situação financeira negativa, pode ter levado a essa grande disparidade nos resultados. As empresas, na esperança de reverter suas crises, poderiam ter assumido riscos maiores do que em condições normais, amplificando tanto os ganhos quanto as perdas.

À medida que nos aproximamos de ROA -1, a variabilidade dos resultados financeiros diminui significativamente. Esse comportamento pode ser interpretado sob duas perspectivas principais.

Em primeiro lugar, é possível que as empresas tenham começado a adotar estratégias mais homogêneas, ajustando suas decisões com base em aprendizados de erros anteriores ou realinhando suas expectativas e comportamentos. Com o tempo, é provável que muitas tenham abandonado as estratégias de superinvestimento, optando por projetos mais seguros, mesmo que de menor retorno. Essa mudança de abordagem teria o efeito de reduzir a dispersão dos resultados, tornando os mais consistentes.

Segundo, que a redução na variabilidade pode refletir o fato de que empresas em condições financeiras extremas em ROA -3 foram eliminadas do mercado ou entraram em processos de falência. Isso deixaria na amostra apenas as empresas mais resilientes, que conseguiram sobreviver ao período de crise. Como essas empresas apresentam resultados mais uniformes, a variabilidade entre os dados tende a diminuir.

Portanto, essa diminuição na variabilidade sugere que, à medida que o processo de recuperação judicial avança, há uma redução dos incentivos ao *overinvestment*. As empresas, após experimentar estratégias arriscadas, parecem buscar soluções mais estáveis e consistentes para estabilizar suas operações.

Embora a recuperação completa ainda não tenha sido alcançada, como evidenciado pelo ROA negativo em ROA -1, há um movimento em direção a uma maior estabilidade, com menor dispersão nos resultados financeiros.

5.2 Relação Ativo/Dívida

A relação entre a dívida reconhecida e o valor do ativo declarado é essencial para a análise econômico-financeira de uma empresa em situação de recuperação judicial ou pré-falimentar. Esses dois indicadores são essenciais para avaliar a solvência patrimonial da empresa e sua capacidade de liquidar obrigações financeiras.

A dívida reconhecida representa o montante total das obrigações da empresa perante seus credores, enquanto o valor do ativo declarado reflete o montante estimado dos bens e direitos que poderiam ser liquidados em caso de falência. A diferença entre esses dois valores indica a capacidade ou incapacidade da empresa em honrar seus compromissos com base no valor dos ativos disponíveis.

Quando o valor do ativo é inferior ao montante das dívidas reconhecidas, a empresa apresenta uma situação de insolvência patrimonial plena, não passageira decorrente de fluxos de caixa inadequados. Nesse cenário, mesmo que todos os ativos sejam liquidados, os credores não conseguiriam recuperar integralmente os valores devidos, o que gera um risco elevado de perdas. Por outro lado, se o valor do ativo supera o total da dívida, há um indicativo de solvência patrimonial, sugerindo que a liquidação dos ativos poderia, em tese, garantir o pagamento total ou substancial das obrigações assumidas.

Essas métricas possuem grande relevância do ponto de vista financeiro, pois funcionam como um indicador de liquidez potencial e recuperabilidade dos créditos. O valor do ativo declarado, em específico, reflete o potencial de pagamento em caso de falência, enquanto a dívida reconhecida aponta a dimensão dos compromissos exigíveis. Dessa forma, a comparação entre esses dados fornece aos credores uma

visão clara sobre a situação patrimonial da empresa e a probabilidade de recuperação dos valores devidos.

No processo decisório dos credores, esses indicadores considerando um pressuposto clássico de racionalidade deveriam exercer influência direta na escolha entre aprovar um plano de recuperação judicial ou optar pela liquidação dos ativos via falência. Quando o valor do ativo é significativamente inferior à dívida e não há perspectivas viáveis de continuidade operacional, a falência tende a ser a alternativa mais racional. Nesse caso, a liquidação imediata dos bens da empresa minimiza as perdas e permite que os credores recebam parte dos valores devidos, mesmo que de forma parcial e proporcional, seguindo a ordem de prioridade legal. A falência, portanto, é considerada quando a continuidade das operações apresenta custos superiores aos benefícios, seja pela incapacidade de geração de caixa ou pelo alto grau de endividamento.

Por outro lado, quando há uma proximidade entre o valor do ativo e o montante da dívida, a recuperação judicial se torna uma alternativa viável, especialmente se a empresa demonstrar capacidade de gerar caixa de forma sustentável no longo prazo. A manutenção das operações pode proporcionar a recuperação gradual dos créditos, evitando a liquidação imediata dos ativos a valores depreciados. Nesse contexto, a análise da dívida e do ativo é complementada pela avaliação da capacidade de geração de caixa, que, em conjunto, permite projetar a viabilidade de cumprimento do plano de recuperação e o retorno aos credores.

Além disso, a comparação entre dívida e ativo influencia as negociações de deságio durante o processo de recuperação judicial. Credores, cientes da situação patrimonial da empresa, podem optar por aceitar descontos sobre o valor total da dívida em troca de um pagamento mais rápido ou alinhado ao fluxo de caixa projetado. Essa estratégia busca viabilizar o cumprimento do plano de recuperação e evitar as perdas significativas associadas a um processo falimentar prolongado.

Portanto, a análise do valor da dívida reconhecida em relação ao valor do ativo declarado é um instrumento essencial para a tomada de decisões pelos credores. Ela fornece elementos concretos para avaliar a capacidade de pagamento da empresa e identificar a alternativa que maximiza a recuperação dos créditos. A decisão final entre recuperação judicial e falência deve considerar não apenas os valores absolutos desses indicadores, mas também a viabilidade econômica da continuidade das

operações e os impactos financeiros de longo prazo. Essa avaliação detalhada permite que os credores tomem decisões informadas e fundamentadas, equilibrando os riscos e as oportunidades envolvidos no processo de reestruturação ou falência da empresa.

Ocorre que, mais importante que isto, quiçá seja a apuração dos créditos preferenciais, e, a partir disso, o jogo que se instala de forma até mesmo psicológica nos credores de classes menos favorecidas, no que diz respeito à capacidade de pagamento das obrigações.

Veja-se assim o quadro que pode ser constatado a partir da apuração do comprometimento do valor liquidação do ativo, para com o valor de face dos créditos de Classe II:

TABELA 6 – DADOS RELAÇÃO ATIVO/DÍVIDA

Número Processo	Valor Liquidação	Créditos Classe II	Ativo Remanescente	Créditos Remanescentes	Crédito Não Satisfeito
1000534- 30.2022.8.11.0015	10.327.614,01	20.384.540,27	-10.056.926,26	25.640.612,74	35.697.539,00
1000770- 02.2019.8.11.0010	1.054.464	1.949.954,95	-895.490,95	2.950.660,65	3.846.151,60
1010190- 45.2021.8.11.0015	9.246.130,74	0	9.246.130,74	18.861.297,69	9.615.166,95
1000569- 47.2020.8.11.0051	2.886.355,61	5.286.870,36	-2.400.514,75	7.138.206,86	9.538.721,61
1002041- 79.2021.8.11.0041	17.564.516,52	17.400.484,22	164.032,30	11.824.380,10	11.660.347,80
1002774- 70.2018.8.11.0002	13.800.982,50	0,00	13.800.982,50	15.223.575,31	1.422.592,81
1002819- 69.2017.8.11.0015	5.239.733,92	6.754.932,59	-1.515.198,67	4.464.022,05	5.979.220,72
1000707- 27.2021.8.11.0003	12.768.900,00	5.592.616,72	7.176.283,28	12.218.264,54	5.041.981,26
1002999- 05.2020.8.11.0040	415.928.382,00	379.307.964,61	36.620.417,39	1.867.761,06	0,00
1000311- 70.2020.8.11.0040	179.756.592,50	127.499.460,92	52.257.131,58	8.907.365,78	0,00
1041967- 33.2022.8.11.0041	49.349.090,26	0	49.349.090,26	13.142.237,48	0,00
1000748- 14.2020.8.11.0040	3.569.530,21	12.370.948,31	-8.801.418,10	12.277.285,02	21.078.703,12
1000259- 62.2020.8.11.0044	23.255.347,45	16.973.028,43	6.282.319,02	2.429.153,13	0,00
1007082- 44.2021.8.11.0003	1.628.714,60	6.940.657,02	-5.311.942,42	2.438.609,22	7.750.551,64
1002559- 69.2021.8.11.0041	178.306.245,92	27.170.085,79	151.136.160,13	21.003.825,18	0,00

1000678-38.2021.8.11.0015	45.514.950	171.771.583,47	-126.256.633,47	24.538.797,64	150.795.431,11
1002477-68.2019.8.11.0086	14.623.823,00	14.307.872,09	315.950,91	4.951.613,83	4.635.662,92
0002996-52.2018.8.11.0100	60.149.070,50	76.787.188,10	-16.638.117,60	23.092.088,83	39.730.206,40
1010066-28.2022.8.11.0015	2.304.743,52	0	2.304.743,52	5.975.338,06	3.670.594,54
1048110-09.2020.8.11.0041	788.894.347,32	0	788.894.347,32	648.526.742,15	0,00
1000460-12.2019.8.11.0037	278.585.188,79	248.298.457,87	30.286.730,92	63.399.330,07	33.112.599,15
1005434-92.2022.8.11.0003	7.276.385,13	11.772.969,63	-4.496.584,50	10.000.600,98	14.497.185,48
1001356-55.2019.8.11.0037	1.307.255.954,50	372.683.448,01	934.572.506,49	109.442.616,69	0,00
1012219-05.2020.8.11.0015	2.633.505,99	23.422.460,41	-20.788.954,42	26.818.767,40	47.607.721,82
1020340-51.2022.8.11.0015	7.352.718,43	33.642.017,94	-26.289.299,51	32.322.723,11	58.612.022,62
0000456-32.2018.8.11.0035	256.907.636,65	290.078.375,06	-33.170.738,41	82.581.407,91	115.752.146,32
1001723-96.2021.8.11.0041	20.452.011,66	550.131,03	19.901.880,63	33.619.498,30	13.717.617,67
0008807-53.2019.8.11.0004	55.224.333,69	481.238.640,04	6.014.306,35	78.666.700,32	504.681.006,67
1000891-12.2020.8.11.0037	43.326.388,00	22.583.862,18	20.742.525,82	7.404.004,21	0,00
1001191-62.2020.8.11.0040	41.197.551,50	33.013.797,37	8.183.754,13	10.057.040,68	1.873.286,55
1012946-29.2022.8.11.0003	12.122.205,79	51.787.122,58	-39.664.916,79	8.423.460,58	48.088.377,37
1000448-61.2020.8.11.0037	102.508.882,29	95.093.128,93	7.415.753,36	4.470.402,56	0,00
1011782-32.2018.8.11.0015	49.075.139	80.690.046,68	-31.614.907,68	53.324.314,19	84.939.221,87
1006793-77.2019.8.11.0037	4.183.531	0	4.183.531	8.062.256,70	3.878.725,70
1003751-54.2021.8.11.0003	1.029.750	2.369.202,65	-1.339.452,65	15.702.518,54	17.041.971,19
1019255-37.2020.8.11.0003	33.966.652,04	23.165.805,13	10.800.846,91	6.028.656,28	0,00
1013210-46.2022.8.11.0003	18.211.192,59	1.561.642,56	16.649.550,03	29.796.641,85	13.147.091,82
1019247-72.2022.8.11.0041	211.100.880,21	260.875.389,65	-49.774.509,44	66.775.187,66	116.549.697,10
1006658-48.2022.8.11.0041	729.479.500,00	1.055.599,80	728.423.900,20	269.611.016,31	0,00
0002231-82.2018.8.11.0035	142.709.620,00	30.467.837,87	112.241.782,13	67.878.959,63	0,00

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

Os resultados apresentados demonstram que, em muitos casos, o valor do ativo disponível é insuficiente para satisfazer integralmente as dívidas reconhecidas, especialmente aquelas relacionadas aos créditos quirografários. Essa discrepância entre o valor do ativo e as obrigações reconhecidas cria um cenário de intensa complexidade, no qual os credores precisam adotar estratégias para minimizar suas perdas e garantir ao menos uma parcela do valor devido – o que muitas vezes envolve, forçosamente, a aprovação do PRJ, ou a negociação dos créditos por vias extrajudiciais.

Nesse contexto, os credores quirografários (Classe III), que possuem uma posição de menor prioridade em relação aos créditos com garantia real, enfrentam um dilema significativo. Como esses créditos estão, na prática, em uma relação inversamente proporcional às garantias reais (como já demonstrado), os credores quirografários se veem compelidos a buscar alternativas que preservem a possibilidade de recuperação de quaisquer valores. Para isso, esses credores têm incentivos para colaborar com as Classes I (trabalhistas) e IV (micro e pequenas empresas), mesmo que tais medidas possam ter economicidade questionável a longo prazo (empresas com VPL insuficiente).

Um dos instrumentos que exemplifica essa dinâmica é o *cram down*, mecanismo que permite a aprovação forçada do PRJ, mesmo sem o consenso de todas as classes de credores. Esse comportamento estratégico dos credores quirografários evidencia a racionalidade do curto prazo: a aprovação do PRJ, ainda que com deságios elevados ou condições menos favoráveis, é preferível à falência da empresa, situação que eliminaria qualquer perspectiva de recuperação de valores.

Essa lógica, no entanto, pode ser questionada sob a ótica da sustentabilidade econômica a longo prazo. Em alguns casos, a aprovação de um PRJ economicamente inviável pode gerar um VPL negativo para a recuperanda, indicando que a continuidade operacional não é a melhor solução para maximizar o retorno aos credores. Ainda assim, a postura dos credores quirografários é justificável, uma vez que, na ausência de aprovação do PRJ, a alternativa mais provável seria a falência da empresa, o que, na maioria dos cenários, inviabilizaria completamente o recebimento de quaisquer valores.

Portanto, o jogo estratégico que se instaura entre as classes de credores demonstra a complexidade dos processos de recuperação judicial. As decisões

tomadas por cada classe refletem não apenas interesses financeiros imediatos, mas também a necessidade de evitar perdas totais em cenários de falência.

5.3 Relação Dívida/GCL+10

De acordo com os dados coletados, extrai-se a seguinte tabela, utilizando-se de dados o valor da dívida reconhecida, o valor do ativo no ano 0, o valor liquidação (aplicada a taxa de deságio correspondente à média do obtido em leilão), a geração de caixa livre no período de 10 anos e a razão dívida/GCL+10:

TABELA 7 – DADOS FINANCEIROS RAZÃO DÍVIDA/GCL+10

Número Processo	Dívida Reconhecida	Valor do Ativo - Ano 0	Valor Liquidação	GCL +10	Razão Dívida/GCL +10
1000534-30.2022.8.11.0015	46.025.153,01	15.043.866,00	10.327.614,01	104.203.588,00	226,40
1000770-02.2019.8.11.0010	4.900.615,60	1.536.000,00	1.054.464	4.465.000,00	91,11
1010190-45.2021.8.11.0015	18.861.297,69	13.468.508,00	9.246.130,74	16.767.982,00	88,90
1000569-47.2020.8.11.0051	12.425.077,22	4.204.451,00	2.886.355,61	9.868.653	79,42
1002041-79.2021.8.11.0041	29.224.864,32	25.585.603,09	17.564.516,52	22.838.260,00	78,14
1002774-70.2018.8.11.0002	15.223.575,31	20.045.000,00	13.800.982,50	9.180.000,00	60,3
1002819-69.2017.8.11.0015	11.218.954,64	7.632.533,02	5.239.733,92	6.000.000,00	53,48
1000707-27.2021.8.11.0003	17.810.881,26	18.600.000,00	12.768.900,00	9.180.000,00	51,54
1002999-05.2020.8.11.0040	381.175.725,67	605.868.000,00	415.928.382,00	190.432.000,00	49,95
1000311-70.2020.8.11.0040	136.406.826,70	261.845.000,00	179.756.592,50	63.229.000,00	46,35
1041967-33.2022.8.11.0041	13.142.237,48	71.885.055,00	49.349.090,26	6.000.000,00	45,65
1000748-14.2020.8.11.0040	24.648.233,33	5.199.607,00	3.569.530,21	10.800.000,00	43,81
1000259-62.2020.8.11.0044	19.402.181,56	33.875.233,00	23.255.347,45	8.096.000,00	41,72
1007082-44.2021.8.11.0003	9.379.266,24	2.372.490,31	1.628.714,60	3.360.000,00	35,82
1002559-69.2021.8.11.0041	48.173.910,97	259.372.332,00	178.306.245,92	15.584.136,17	32,34
1000678-38.2021.8.11.0015	196.310.381,11	66.300.000,00	45.514.950	62.000.000,00	31,58

1002477-68.2019.8.11.0086	19.259.485,92	21.302.000,00	14.623.823,00	6.000.000,00	31,15
0002996-52.2018.8.11.0100	99.879.276,93	87.617.000,00	60.149.070,50	31.030.000,00	31,06
1010066-28.2022.8.11.0015	5.975.338,06	3.357.237,46	2.304.743,52	1.850.000,00	30,96
1048110-09.2020.8.11.0041	648.526.742,15	1.149.154.184,01	788.894.347,32	191.464.633,00	29,52
1000460-12.2019.8.11.0037	311.697.787,94	405.805.082,00	278.585.188,79	90.000.000,00	28,87
1005434-92.2022.8.11.0003	21.773.570,61	10.599.250,00	7.276.385,13	6.241.295,00	28,66
1001356-55.2019.8.11.0037	482.126.064,70	1.904.233.000,00	1.307.255.954,50	120.000.000,00	24,88
1012219-05.2020.8.11.0015	50.241.227,81	3.836.134,00	2.633.505,99	11.871.180,00	23,62
1020340-51.2022.8.11.0015	65.964.741,05	10.710.442,00	7.352.718,43	15.000.000,00	22,73
0000456-32.2018.8.11.0035	372.659.782,97	374.228.167,00	256.907.636,65	84.000.000,00	22,54
1001723-96.2021.8.11.0041	34.169.629,33	29.791.714,00	20.452.011,66	7.410.000,00	21,68
0008807-53.2019.8.11.0004	559.905.340,36	80.443.312,00	55.224.333,69	117.779.000,00	21,03
1000891-12.2020.8.11.0037	29.987.866,39	63.112.000,00	43.326.388,00	6.000.000,00	20,00
1001191-62.2020.8.11.0040	43.070.838,05	60.011.000,00	41.197.551,50	8.610.000,00	19,99
1012946-29.2022.8.11.0003	60.210.583,16	17.657.983,67	12.122.205,79	11.916.406,00	19,79
1000448-61.2020.8.11.0037	99.563.531,49	149.321.023,00	102.508.882,29	19.278.000,00	19,36
1011782-32.2018.8.11.0015	134.014.360,87	71.486.000,00	49.075.139	24.420.000,00	18,22
1006793-77.2019.8.11.0037	8.062.256,70	6.094.000,00	4.183.531	1.440.000,00	17,86
1003751-54.2021.8.11.0003	18.071.721,19	1.500.000,00	1.029.750	2.400.000,00	13,28
1019255-37.2020.8.11.0003	29.194.461,41	49.478.007,34	33.966.652,04	2.844.416,00	9,74
1013210-46.2022.8.11.0003	31.358.284,41	26.527.593,00	18.211.192,59	2.769.312,00	8,83
1019247-72.2022.8.11.0041	327.650.577,31	307.503.103,00	211.100.880,21	27.374.302,00	8,35
1006658-48.2022.8.11.0041	270.666.616,11	1.063.000.000,00	729.479.500,00	18.200.400,00	6,72
0002231-82.2018.8.11.0035	98.346.797,50	207.880.000,00	142.709.620,00	3.600.000,00	3,66

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

A Dívida Reconhecida representa o montante total das obrigações financeiras que a empresa precisa liquidar, configurando o tamanho do desafio financeiro enfrentado. O Valor do Ativo - Ano 0 expressa o patrimônio atual declarado pela empresa, que serve como referência inicial para determinar o potencial de liquidação dos bens em um cenário de reestruturação. Já o Valor de Liquidação é a estimativa realista do valor que poderia ser obtido com a venda forçada dos ativos, considerando a depreciação típica que ocorre em processos de liquidação¹⁶³. Em contraposição a esse cenário, o GCL +10 representa a capacidade de geração de caixa ao longo de dez anos, caso a empresa continue em operação. Esse indicador é determinante para avaliar a viabilidade da recuperação judicial, pois reflete o fluxo de caixa projetado que poderá ser destinado ao pagamento dos credores.

O índice Razão Dívida/GCL +10 demonstra a relação entre a dívida total da empresa e sua capacidade de geração de caixa futuro. Esse indicador é expresso como um multiplicador, que mostra quantas vezes a dívida supera ou é superada pelo fluxo de caixa projetado (não-VPL). Valores mais altos indicam que a empresa possui dificuldades operacionais severas, pois a geração de caixa é insuficiente para cobrir o passivo em um horizonte temporal razoável sem um deságio brutal¹⁴⁹. Em contraste, valores mais baixos sugerem uma maior viabilidade financeira, evidenciando que o fluxo de caixa previsto pode ser suficiente para reduzir ou quitar as obrigações.

A tabela fornece dados para uma avaliação de dois cenários principais: a aprovação de um plano de recuperação judicial ou a liquidação dos ativos via falência. Quando o Valor de Liquidação é muito superior ao GCL +10 e a Razão Dívida/GCL +10 apresenta valores muito elevados, a falência tende a ser a alternativa mais lógica, pois os ativos, mesmo depreciados, podem proporcionar uma resolução integral do débito, ainda que parcial. Por outro lado, se o GCL +10 se aproxima ou supera o Valor de Liquidação e a razão entre dívida e geração de caixa é mais equilibrada, a recuperação judicial se torna uma alternativa mais viável. Nesse contexto, a continuidade das operações permitiria a geração progressiva de recursos para pagamento dos credores, preservando a atividade econômica e mitigando perdas.

¹⁴⁹ 68,65%, conforme ALBERTO, Haber. Alienação de Ativos: Uma Perspectiva de Efetividade. In. SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (Coords.). Recuperação Judicial e Falência: Evidências Empíricas. Indaiatuba: Editora Foco, 2022, p. 200.

A Razão Dívida/GCL +10 orienta os credores quanto à necessidade de renegociação das dívidas ou aplicação de deságios (e o valor dos deságios) para viabilizar o plano de recuperação. Empresas com índices muito elevados indicam que, sem concessões significativas, a recuperação judicial seria inviável, o que reforça a importância de acordos e reestruturações de dívida. Por outro lado, quando a razão é baixa, os credores possuem maior confiança na capacidade de pagamento da empresa ao longo do tempo.

5.4 Relação Ativo/GCL+10 em VPL

Altman avalia os diferentes mecanismos de avaliação de empresas em crise, como o método Fama-French, ou o método APV, concluindo que o último é adequado à análise das estruturas empresariais em crise:

Estudos demonstraram que o modelo de precificação de ativos “três fatores” de Fama-French supera o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM) em testes empíricos sobre o custo de capital. Muitos profissionais incorporam um “prêmio de tamanho” nos cálculos da taxa de desconto, mas o uso mais amplo dos fatores de Fama-French ainda é relativamente raro entre os profissionais que atuam em processos de falência. Da mesma forma, o método do valor presente ajustado (APV) para estimar o valor da empresa via fluxo de caixa descontado é particularmente adequado para avaliações em contextos de falência, pois evita a necessidade de estimar as proporções de estrutura de capital de longo prazo exigidas na aplicação do custo médio ponderado de capital (WACC), além de permitir uma incorporação mais flexível de atributos fiscais complexos da empresa emergente. Embora explicado na maioria dos livros didáticos de finanças corporativas, o modelo APV é menos utilizado do que os modelos de fluxo de caixa descontado mais tradicionais (que descontam os fluxos de caixa livres a uma taxa WACC pós-impostos).

[...] A abordagem do valor presente ajustado (APV) deriva diretamente do trabalho de Modigliani e Miller (Berk e DeMarzo, p. 648). O valor total da empresa corresponde à soma dos valores dos ativos operacionais com o valor presente dos benefícios fiscais. Relacionando isso ao nosso modelo de avaliação por fluxo de caixa descontado:

$$TEV_0 = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Free cash flow} + \text{Terminal value}}{1 + WACC_{pre-tax}} + \sum_{t=1}^T \frac{\text{Tax shields}}{1 + r_{tax shields}}$$

As projeções de fluxo de caixa incorporam diretamente os escudos fiscais projetados, que geralmente consistem nas economias tributárias decorrentes da dedução de pagamentos de juros e da utilização de prejuízos fiscais acumulados (net operating losses – NOLs). Os fluxos de caixa não alavancados e o valor terminal são calculados da mesma forma descrita anteriormente, mas a taxa de desconto aplicada a esses fluxos é o WACC não alavancado (utilizando o custo da dívida antes dos impostos). Essa taxa pode ser calculada de forma simples por meio

do CAPM aplicado à empresa desalavancada e é equivalente a um WACC antes dos impostos:

$$WACC_{\text{pretax}} = r_f + \beta_{\text{unlevered}} \times (r_m - r_f)$$

A taxa de desconto dos escudos fiscais depende do risco associado à sua realização. No caso dos escudos fiscais decorrentes de juros, quando a empresa projeta manter uma razão dívida/valor (D/V) constante — ou seja, uma estrutura de capital-alvo — os escudos fiscais são descontados à mesma taxa de custo de capital não alavancado utilizada para os fluxos de caixa livres não alavancados. Caso contrário, os escudos fiscais são descontados ao custo da dívida antes dos impostos.

Como a capacidade da empresa de utilizar prejuízos fiscais (NOLs) para compensar a renda tributável está limitada ao seu lucro líquido, as economias projetadas com o uso de NOLs estão correlacionadas com o lucro líquido; isso sugere que o custo de capital próprio alavancado seja utilizado para descontar escudos fiscais não relacionados a juros, como os NOLs. Para empresas em recuperação judicial (Capítulo 11), o valor dos NOLs que pode ser utilizado anualmente para compensar a base tributável é frequentemente limitado a um valor em dólares (ver Capítulo 3 deste volume).¹⁵⁰

O método acima foi adaptado para avaliar empresas em recuperação judicial no setor do agronegócio, considerando as informações disponíveis e as especificidades desse contexto. A adaptação baseia-se no cálculo do fluxo de caixa livre pré-pagamento dos credores (GCL +10) e na obtenção do valor presente desses

¹⁵⁰ Tradução livre. No original: “Studies have demonstrated that the Fama-French “three-factor” asset pricing model outperforms the capital asset pricing model (CAPM) in empirical tests of the cost of capital. Many practitioners incorporate a “size premium” in discount rate calculations, but the broader use of the Fama-French factors is relatively rare among bankruptcy practitioners. Likewise, the adjusted present value (APV) method for estimating DCF enterprise value is well suited for bankruptcy valuations because it sidesteps estimating long-term capital structure weights required to implement a weighted average cost of capital (WACC), and can flexibly incorporate more complex tax attributes of the emerging firm. Although explained in most corporate finance textbooks, the APV model is less commonly used than more familiar DCF models (which discount free cash flows at an after tax weighted average cost of capital).

[...] The adjusted present value (APV) approach follows directly from the work of Modigliani and Miller (Berk and DeMarzo, p. 648). The total enterprise value equals the sum of the values of the operating assets plus the present value of tax shields. Relating this to our discounted cash flow valuation model: [...] The cash flow forecasts directly incorporate projected tax shields, which are generally tax savings from the deduction of interest payments and use of net operating losses. Unlevered cash flows and terminal value are calculated identically to those described above, but the discount rate for these cash flows is the unlevered WACC (using the pretax cost of debt). This rate can be calculated simply by using the CAPM for the unlevered firm, and is equivalent to a pretax WACC:

[...] The discount rate for tax shields depends on the riskiness of realizing those tax shields. For interest tax shields, when the firm is projected to have a target debt ratio – meaning a constant projected D/V ratio – tax shields are discounted at the same unlevered cost of capital as applied to the unlevered free cash flows; otherwise, tax shields are discounted at the pretax cost of debt. Since the firm’s ability to use NOLs to offset taxable income is limited to its net income, projected savings from the use of NOLs are correlated with net income; this suggests that the levered cost of equity be used to discount noninterest tax shields such as NOLs. For firms emerging from Chapter 11, the amount of NOLs that can be used to offset taxable income each year is often capped at a dollar amount (see Chapter 3 herein).” ALTMAN, E. I. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. op.cit. p. 93-94; 117.

fluxos, descontados por uma taxa que reflete o custo de oportunidade do capital. Além disso, o método considera o investimento inicial como o valor do ativo mobilizado, permitindo calcular o VPL para determinar a viabilidade do projeto. Essa abordagem, embora próxima do modelo APV, foca exclusivamente no fluxo operacional desalavancado, com simplificações necessárias devido às restrições de dados disponíveis.

O fluxo de caixa livre utilizado no modelo reflete o desempenho operacional da empresa antes do impacto de quaisquer custos relacionados à dívida ou benefícios fiscais associados. Dessa forma, a abordagem permite avaliar o valor intrínseco das operações da empresa e determinar se o investimento inicial justifica os retornos projetados, independentemente de sua estrutura de capital. Essa análise proporciona uma visão melhor sobre a viabilidade econômica das empresas, com base em seu potencial de geração de caixa.

O método é semelhante ao modelo APV no que diz respeito à avaliação do fluxo de caixa desalavancado. Assim como no APV, o foco está no desempenho operacional da empresa, ignorando os impactos diretos da dívida. No entanto, a principal diferença em relação ao APV reside na exclusão explícita de benefícios fiscais, como deduções de juros ou prejuízos fiscais acumulados. Essa decisão foi tomada porque a maioria dos laudos econômicos disponíveis não avalia esses elementos, e também porque eles não são capturados nos dados analisados. Tal exclusão é justificada pela priorização da análise de viabilidade operacional e pela simplificação necessária frente à escassez de informações detalhadas sobre a estrutura de capital.

O método aplicado pode ser descrito como uma simplificação, focando no GCL e utilizando uma única taxa de desconto (R), assumindo que o valor da empresa reflete sua operação independente da estrutura de capital. Além disso, a metodologia incorpora o cálculo do VPL, essencial para determinar a viabilidade dos projetos. O VPL é calculado como:

$$VPL = \left(\sum_{t=1}^n \frac{GCL_t}{(1+R)^t} \right) - \text{Investimento Inicial}$$

Em que:

V: Valor presente dos fluxos de caixa livres (equivalente ao valor desalavancado do APV).

GLCt: Fluxo de caixa livre desalavancado no período.

R: Taxa de desconto utilizada (custo de oportunidade ajustado ao risco do setor).

n: Número de períodos projetados (10 anos no caso).

O método foi adaptado devido a algumas restrições. Em primeiro lugar, há limitações significativas na disponibilidade de informações detalhadas sobre a estrutura de capital e os benefícios fiscais associados à dívida nos processos de recuperação judicial. Essa limitação, aliada à alta volatilidade do agronegócio — sujeita a riscos externos como variações climáticas, flutuações cambiais e oscilações nos preços de commodities, conforme discutido na introdução deste trabalho —, torna a análise focada no fluxo de caixa operacional desalavancado mais prática e confiável. Em segundo lugar, o foco na viabilidade operacional, no contexto da recuperação judicial, resguarda maior correlação ao objetivo primário, vez que a continuidade das operações é uma prioridade central.

Aplicando o método aos casos analisados temos os seguintes resultados:

TABELA 8 – DADOS FINANCEIROS VPL

Número Processo	Dívida Reconhecida	Valor do Ativo - Ano 0	GCL +10	VPL
1000534-30.2022.8.11.0015	46.025.153,01	15.043.866,00	104.203.588,00	43.833.485,26
1000770-02.2019.8.11.0010	4.900.615,60	1.536.000,00	4.465.000,00	986.824,58
1010190-45.2021.8.11.0015	18.861.297,69	13.468.508,00	16.767.982,00	- 3.994.224,20
1000569-47.2020.8.11.0051	12.425.077,22	4.204.451,00	9.868.653	1.371.558,04
1002041-79.2021.8.11.0041	29.224.864,32	25.585.603,09	22.838.260,00	- 12.681.476,83
1002774-70.2018.8.11.0002	15.223.575,31	20.045.000,00	9.180.000,00	- 14.858.095,26
1002819-69.2017.8.11.0015	11.218.954,64	7.632.533,02	6.000.000,00	- 4.242.399,20
1000707-27.2021.8.11.0003	17.810.881,26	18.600.000,00	9.180.000,00	- 13.413.095,26
1002999-05.2020.8.11.0040	381.175.725,67	605.868.000,00	190.432.000,00	- 498.269.672,83
1000311-70.2020.8.11.0040	136.406.826,70	261.845.000,00	63.229.000,00	- 226.119.204,81

1041967-33.2022.8.11.0041	13.142.237,48	71.885.055,00	6.000.000,00	- 68.494.921,18
1000748-14.2020.8.11.0040	24.648.233,33	5.199.607,00	10.800.000,00	902.633,87
1000259-62.2020.8.11.0044	19.402.181,56	33.875.233,00	8.096.000,00	- 29.300.812,44
1007082-44.2021.8.11.0003	9.379.266,24	2.372.490,31	3.360.000,00	- 474.015,37
1002559-69.2021.8.11.0041	48.173.910,97	259.372.332,00	15.584.136,17	- 250.566.947,49
1000678-38.2021.8.11.0015	196.310.381,11	66.300.000,00	62.000.000,00	- 31.268.617,22
1002477-68.2019.8.11.0086	19.259.485,92	21.302.000,00	6.000.000,00	- 17.911.866,18
0002996-52.2018.8.11.0100	99.879.276,93	87.617.000,00	31.030.000,00	- 70.084.357,94
1010066-28.2022.8.11.0015	5.975.338,06	3.357.237,46	1.850.000,00	- 2.311.946,20
1048110-09.2020.8.11.0041	648.526.742,15	1.149.154.184,01	191.464.633,00	- 1.040.972.396,16
1000460-12.2019.8.11.0037	311.697.787,94	405.805.082,00	90.000.000,00	- 354.953.074,74
1005434-92.2022.8.11.0003	21.773.570,61	10.599.250,00	6.241.295,00	- 7.072.779,13
1001356-55.2019.8.11.0037	482.126.064,70	1.904.233.000,00	120.000.000,00	- 1.836.430.323,66
1012219-05.2020.8.11.0015	50.241.227,81	3.836.134,00	11.871.180,00	2.871.347,46
1020340-51.2022.8.11.0015	65.964.741,05	10.710.442,00	15.000.000,00	- 2.235.107,46
0000456-32.2018.8.11.0035	372.659.782,97	374.228.167,00	84.000.000,00	- 326.766.293,56
1001723-96.2021.8.11.0041	34.169.629,33	29.791.714,00	7.410.000,00	- 25.604.898,74
0008807-53.2019.8.11.0004	559.905.340,36	80.443.312,00	117.779.000,00	- 13.895.550,19
1000891-12.2020.8.11.0037	29.987.866,39	63.112.000,00	6.000.000,00	- 59.721.866,18
1001191-62.2020.8.11.0040	43.070.838,05	60.011.000,00	8.610.000,00	- 55.146.157,97
1012946-29.2022.8.11.0003	60.210.583,16	17.657.983,67	11.916.406,00	- 10.924.948,51
1000448-61.2020.8.11.0037	99.563.531,49	149.321.023,00	19.278.000,00	- 138.428.523,05
1011782-32.2018.8.11.0015	134.014.360,87	71.486.000,00	24.420.000,00	- 57.688.155,36
1006793-77.2019.8.11.0037	8.062.256,70	6.094.000,00	1.440.000,00	- 5.280.367,88
1003751-54.2021.8.11.0003	18.071.721,19	1.500.000,00	2.400.000,00	- 143.946,47
1019255-37.2020.8.11.0003	29.194.461,41	49.478.007,34	2.844.416,00	- 47.870.848,86

1013210-46.2022.8.11.0003	31.358.284,41	26.527.593,00	2.769.312,00	- 24.962.869,96
1019247-72.2022.8.11.0041	327.650.577,31	307.503.103,00	27.374.302,00	- 292.036.011,85
1006658-48.2022.8.11.0041	270.666.616,11	1.063.000.000,00	18.200.400,00	- 1.052.716.368,08
0002231-82.2018.8.11.0035	98.346.797,50	207.880.000,00	3.600.000,00	- 205.845.919,71

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do sistema de processo judicial eletrônico (PJe) do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, de dezembro de 2024.

A tabela apresenta dados interessantes para avaliar a viabilidade econômica de empresas em recuperação judicial, considerando os dados de dívida reconhecida, valor do ativo mobilizado, geração de caixa livre projetada para 10 anos (GCL +10), e o Valor Presente Líquido (VPL), ajudando a compreender a sustentabilidade financeira de cada caso e tomar decisões informadas sobre a recuperação judicial.

O VPL é a métrica central utilizada, conforme método já exposto, representando o retorno projetado dos fluxos de caixa livres (descontados por uma taxa de 12% ao ano) subtraído do investimento inicial (valor do ativo mobilizado). Quando o VPL é positivo, significa que o fluxo de caixa projetado supera o investimento inicial, indicando que o projeto é economicamente viável. Por outro lado, um VPL negativo aponta que o retorno esperado não compensa o investimento, caracterizando o projeto como não viável a princípio.

Os dados da tabela indicam algumas tendências relevantes. Projetos com VPL positivo demonstram forte viabilidade econômica, uma vez que a geração de caixa futura supera amplamente o investimento inicial e a dívida reconhecida. Esse cenário é favorável à continuidade da empresa em recuperação judicial, garantindo maior probabilidade de sucesso no cumprimento do plano proposto.

Por outro lado, casos com VPL negativo mostram que o fluxo de caixa projetado não é suficiente para justificar o investimento. Esse resultado sugere que, nesses casos, a liquidação dos ativos pode ser mais vantajosa do que a aprovação de um plano de recuperação judicial, uma vez que a continuidade das operações não é capaz de gerar o retorno necessário para tornar a atividade atrativa.

Além disso é possível identificar padrões na relação entre dívida reconhecida, ativos e GCL +10. Empresas com elevada dívida reconhecida e baixa capacidade de geração de caixa apresentariam, em tese, maior risco de insucesso na recuperação judicial. Por outro lado, processos em que o GCL +10 é significativamente maior do

que o investimento inicial e as dívidas reconhecidas, indicam elevado potencial de recuperação.

A análise indica que, em tese, deveriam ser priorizados projetos com VPL positivo, que demonstram maior viabilidade econômica e sustentabilidade operacional. Já para empresas com VPL negativo, a liquidação dos ativos pode ser uma alternativa mais eficiente para mitigar os prejuízos. A utilização do VPL como métrica central contribui para decisões mais objetivas e informadas no contexto da recuperação judicial, considerando tanto a continuidade das operações quanto a capacidade de gerar valor no longo prazo.

Embora seja um processo doloroso, a falência desempenha um papel crucial na economia de mercado nesses casos. Ela garante que empresas que não conseguem ser competitivas deixem espaço para novas iniciativas mais eficientes, promovendo a renovação do ambiente empresarial. O mecanismo de falência evita a perpetuação de empresas ineficazes que consomem recursos preciosos e impede que a economia fique estagnada.

Além disso, o processo de falência promove a redistribuição de ativos de maneira eficiente. Empresas falidas podem ter ativos valiosos, como maquinário, tecnologia ou marcas, que podem ser adquiridos por outras empresas em crescimento. Isso facilita o fluxo contínuo de inovação e recursos na economia, garantindo que ativos improdutivos sejam realocados para áreas onde podem ser mais úteis. Em um contexto global, grandes empresas que passaram por falência, como a Lehman Brothers em 2008, ilustram como esse processo pode ser fundamental para o reequilíbrio dos mercados.¹⁵¹

Em se tratando de um setor que não conta com alto grau de especialização de imobilizado, e no qual a mão-de-obra também não possui notório grau de sofisticação, não se vislumbra um alto grau de perda de eficiência em eventual trespasse do ativo (que poderia ser feito inclusive via UPI, mantendo a integridade do acervo produtivo mobilizado organizadamente)¹⁵².

¹⁵¹ HART, Oliver. *op. cit.*

¹⁵² Art. 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:

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.

§ 1º Na alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia.

Tais elementos caminham em descompasso com os pressupostos, mas alinham-se às conclusões de outros autores que se debruçaram sobre o tema.

Notadamente Mattos e Proença:

Em termos de incentivos, poder-se-ia pensar que, por mais que sem controle judicial, não haveria problema a falta de obrigação de demonstração de maximização de valor. Afinal, credores só aprovariam planos que lhes fossem favoráveis. Contudo, a evidência da alta taxa de aprovação de planos de recuperação judicial, mesmo por empresas em situação financeira crítica e com planos que sequer endereça, seus problemas, é antes um indicativo de um demérito na estrutura e eficiência do processo de falência do que algo positivo nas empresas em recuperação judicial.¹⁵³
[...] Ressalvas feitas, não se pode delas retirar conclusões mais fortes do que se deveria – como o total abandono da maximização de valor como função de um regime de insolvência ou a existência de uma predileção financeira pela reorganização quando comparada à falência.¹⁵⁴

Michelle J. White¹⁵⁵, trata em artigo sobre a possibilidade de ocorrência de dois tipos de erro no sistema de falências: o Erro Tipo I, que acontece quando empresas economicamente ineficientes são salvas no Capítulo 11; e o Erro Tipo II, que ocorre quando empresas economicamente eficientes são fechadas no Capítulo 7.

Os dados empíricos apresentados no artigo indicam que apenas uma fração das empresas que ingressam no Capítulo 11 conseguem adotar um plano de reestruturação e continuar operando. Em particular, empresas menores apresentam uma taxa de sucesso que varia de um sexto a um quarto, enquanto cerca de um terço das grandes empresas que saem do Capítulo 11 acabam falindo novamente ou passando por uma nova reestruturação privada em poucos anos.

§ 2º Nos créditos em moeda estrangeira, a variação cambial será conservada como parâmetro de indexação da correspondente obrigação e só poderá ser afastada se o credor titular do respectivo crédito aprovar expressamente previsão diversa no plano de recuperação judicial.

§ 3º Não haverá sucessão ou responsabilidade por dívidas de qualquer natureza a terceiro credor, investidor ou novo administrador em decorrência, respectivamente, da mera conversão de dívida em capital, de aporte de novos recursos na devedora ou de substituição dos administradores desta.

Art. 60-A. A unidade produtiva isolada de que trata o art. 60 desta Lei poderá abranger bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios.

Parágrafo único. O disposto no caput deste artigo não afasta a incidência do inciso VI do caput e do § 2º do art. 73 desta Lei.

¹⁵³ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. op. cit., p. 88.

¹⁵⁴ Idem, p. 90.

¹⁵⁵ WHITE, Michelle J. Does Chapter 11 Save Economically Inefficient Firms?, 72 WASH. U. L. Q. 1319 (1994). Available at: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol72/iss3/34

O artigo também propõe um modelo teórico para explicar por que o Erro Tipo I ocorre no sistema de falências. Nesse modelo, os gerentes possuem informações sobre a eficiência econômica de suas empresas, mas os credores e agentes públicos (juízes e administradores judiciais) não têm acesso a essas informações. Como consequência, gerentes de empresas ineficientes têm incentivos para buscar reorganizar suas empresas no Capítulo 11, mesmo quando a liquidação seria a alternativa mais adequada. Essa assimetria informacional contribui para o que o artigo denomina "falha de filtragem", ou seja, a incapacidade do sistema de distinguir adequadamente entre empresas eficientes e ineficientes. Essa falha permite que muitas empresas ineficientes consigam se reorganizar, o que resulta em ativos sendo mantidos em usos economicamente inadequados, desperdiçando recursos e retardando sua alocação eficiente.

Com base nessas observações, o artigo sugere que a falha de filtragem no Capítulo 11 constitui um problema significativo e propõe reformas no processo de reestruturação. Dentre as sugestões, destaca-se a limitação do controle dos gestores durante a reorganização. Além disso, o texto defende que, em casos de rejeição de planos de reorganização de baixo pagamento pelos credores, as empresas sejam vendidas no mercado aberto, aumentando a eficiência ao reduzir as chances de reorganização de empresas ineficientes. Essas reformas poderiam melhorar a alocação de recursos e minimizar os erros identificados no sistema atual.

A análise realizada parece caminhar de acordo com os pontos destacados por White. A aplicação do VPL como métrica central viabiliza a análise da viabilidade econômica das empresas em recuperação judicial, especialmente em um setor tão volátil quanto o agronegócio. Em muitos casos o VPL positivo demonstra que a continuidade operacional não só é viável, mas pode gerar retorno significativo, superando a dívida reconhecida e o investimento inicial. Entretanto empresas com VPL negativo, ilustram situações em que a liquidação dos ativos poderia implicar numa escolha mais racional, evitando a perpetuação de empresas economicamente inviáveis.

Adicionalmente, a relação entre os erros de Tipo I e Tipo II, conforme discutido por White, encontra aparentes paralelos no contexto avaliado. Processos com altos índices de dívida e baixa geração de caixa, mas que ainda buscam a reorganização, exemplificam o risco de Erro Tipo I. Gerentes/Controladores podem se apoiar na

assimetria informacional para tentar salvar empresas que, do ponto de vista econômico, seriam melhor encaminhadas à falência. Por outro lado, casos em que a geração de caixa excede substancialmente as dívidas e os ativos mobilizados destacam a necessidade de priorizar empresas economicamente eficientes, minimizando o risco de Erro Tipo II.

A "falha de filtragem" descrita no artigo também é perceptível no cenário brasileiro. O processo de recuperação judicial, muitas vezes influenciado por fatores subjetivos, como a argumentação dos gestores ou a avaliação limitada dos credores, pode permitir que empresas ineficientes sejam mantidas operando, enquanto empresas eficientes podem ser descartadas devido à falta de dados detalhados ou uma análise estruturada. Nossa abordagem baseada no VPL ajuda a reduzir essa assimetria informacional ao oferecer uma métrica objetiva, permitindo que credores e administradores judiciais tenham uma visão mais clara da viabilidade econômica de cada caso.

Assim como proposto por White, a introdução de critérios mais rígidos para a reorganização e a priorização da falência em casos de baixa viabilidade seriam benéficas para o sistema brasileiro. Além disso, o uso do mercado aberto para venda de ativos das empresas em casos de rejeição dos planos de reorganização poderia ser explorado como uma alternativa para evitar erros de Tipo I, promovendo uma alocação mais eficiente dos recursos.

Por fim, nossa análise reafirma que, embora a recuperação judicial seja um mecanismo fundamental para preservar empresas e empregos, ela deve ser cuidadosamente aplicada. O uso do VPL como ferramenta objetiva, aliado à aplicação de reformas no sistema de recuperação, pode contribuir para mitigar os erros do processo e melhorar a eficiência na alocação de recursos, tanto no Brasil quanto em outros contextos econômicos. Isso é particularmente relevante no agronegócio, um setor estratégico para a economia brasileira, que demanda um tratamento técnico e fundamentado para garantir sua sustentabilidade a longo prazo.

5.5. Limites e Oportunidades nas Reestruturações

Uma pequena metáfora parece útil a resumir os resultados alcançados. Sísifo, Rei de Corinto, o mais astuto dos mortais, tem sua carreira interrompida após

despertar a ira dos deuses em razão de sua *hubris*. Seu castigo eterno é bastante conhecido: empurrar uma pedra enorme morro acima, para que, quando chegasse próximo do topo, a pedra rolasse morro abaixo – uma repetição eterna, sem descanso, e que tomou sentido de uma tarefa interminável, repetitiva e inútil, sem resultado.

Mas se de um lado a repetição dos mesmos comportamentos sempre, levando a resultados que se sabem ineficientes, de outro vem a lição de Beckett: Tudo que é antigo. Nada mais jamais. Jamais tentado. Jamais falhado. Não importa. Tente de novo. Falhe de novo. Falhe melhor. “*All of old. Nothing else ever. Ever tried. Ever failed. No matter. Try again. Fail again. Fail better*”¹⁵⁶. Beckett resume bem uma lição relevante que os dados apontam: falhar é possível, mas ao menos é necessário falhar de forma diferente.

Em que pese se reconheça que a recuperação judicial seja um mecanismo central para auxiliar empresas economicamente viáveis em crise a superar dificuldades financeiras e evitar a falência, é necessário também compreender que a prática revela uma lacuna significativa entre o potencial previsto na legislação e sua aplicação concreta.

Como visto, as empresas frequentemente se limitam a renegociações financeiras que, apesar de fundamentais, demonstram-se insuficientes para corrigir problemas estruturais subjacentes – o que se afirma a partir das próprias projeções apresentadas pelas empresas, na menos, sequer tomando em consideração. O mesmo se observou na experiência americana: mesmo após o Capítulo 11, as empresas mantêm níveis excessivos de alavancagem e recuperação operacional apenas moderada, conforme demonstrado por métricas como o leverage emerging e variações pouco significativas de EBIT¹⁵⁷.

Os PRJs, conforme os dados analisados, têm demonstrado uma excessiva dependência de estratégias financeiras simplistas. A renegociação de passivos — geralmente por meio de deságios, prorrogação de prazos e reformulação de taxas de juros — domina a maioria dos planos apresentados. Essa abordagem logicamente reduz imediatamente a pressão sobre o fluxo de caixa, mas negligencia questões estruturais que podem ser a raiz da crise empresarial – e que são continuamente

¹⁵⁶ BECKETT, Samuel. *Worstward Ho*. London: Calder, 1983.

¹⁵⁷ LOPUCKI, Lynn M., Changes in Chapter 11 Success Levels Since 1980, 87 (2015), p. 1004-1005. *Temp. L. Rev.* 989

negligenciadas, como se vê dos dados avaliados no que concerne à declaração das causas da crise. Esse padrão de falha estrutural é também observado no sistema norte-americano: mais de 40% das empresas com prejuízo operacional antes do Capítulo 11 permanecem com EBIT negativo após a saída, indicando que a reorganização é pouco eficaz contra o *distress* econômico¹⁵⁸.

No agronegócio, empresas enfrentam fatores externos como flutuações de preços internacionais, condições climáticas adversas e volatilidade cambial. Porém problemas internos, como má gestão, baixa eficiência operacional e ineficaz planejamento estratégico são notórios – tratam-se de negócios por vezes geridos de forma familiar/tradicional, com níveis de complexidade operacional bastante baixos.

Mesmo após ajustes financeiros, muitas empresas permanecem incapazes de atingir níveis mínimos de rentabilidade para se sustentarem no longo prazo. A análise dos PRJs revela projeções de rentabilidade e de fluxo de caixa livre que não apenas permanecem abaixo do necessário (tomado o cálculo de *valuation* mesmo que simplificado, como utilizado), mas que frequentemente indicam uma persistente fragilidade econômica.

Assim, à toda evidência, a dependência exclusiva de soluções financeiras cria um ciclo de insolvência. Empresas que não abordam os fatores estruturais por trás de sua crise frequentemente voltam a enfrentar dificuldades financeiras (seus próprios PRJs prevendo isto, mesmo que de forma não intencional), mesmo após a conclusão do processo de recuperação judicial. Isso não apenas prejudica os credores, que veem suas expectativas de recuperação frustradas, mas também reduz a confiança no sistema como um todo, desincentivando investimentos futuros. Essa reincidência de crises, conhecida como fenômeno do Chapter 22, é comum também nos Estados Unidos, onde cerca de um terço das empresas reorganizadas voltam a entrar em recuperação judicial em até cinco anos, sugerindo que a origem dos problemas raramente é endereçada de forma eficaz¹⁵⁹.

Quanto a isso a LREF prevê uma série de instrumentos que, se bem utilizados, poderiam melhorar significativamente os resultados das recuperações judiciais. Além das renegociações de passivos, a lei permite alienação de unidades

¹⁵⁸ LOPUCKI, Lynn M., Changes in Chapter 11 Success Levels Since 1980, 87 *Temp. L. Rev.* 989 (2015), p. 1006.

¹⁵⁹ LOPUCKI, Lynn M., Changes in Chapter 11 Success Levels Since 1980, 87 (2015), p. 1008.

produtivas, fusões, incorporações, ingresso de novos investidores, reestruturação societária e modernização de práticas de gestão. Contudo, esses métodos permanecem amplamente subutilizados, como demonstrado pela análise dos casos de recuperação judicial no agronegócio de Mato Grosso.

A alienação de unidades produtivas isoladas, por exemplo, poderia ser uma solução eficaz para preservar o valor econômico da empresa enquanto gera liquidez para reduzir passivos. No entanto, muitos gestores resistem a essa alternativa, temendo uma perda de controle ou por desconhecimento técnico sobre sua implementação. Da mesma forma, reestruturações organizacionais profundas, que envolvem mudanças na governança corporativa, redefinição de processos e até a substituição de equipes de gestão, raramente são propostas, mesmo quando os dados financeiros indicam falhas claras na administração – com gestores tomando posturas que podem ser classificadas como aventureiras e que, em condições de mercado mais abertas à participação de acionistas poderiam gerar remoção e/ou responsabilização do gestor.

Estudos de casos internacionais reforçam a eficácia dessas medidas. Nos Estados Unidos, por exemplo, o uso estratégico do Chapter 11 do *Bankruptcy Code* frequentemente envolve mudanças significativas na estrutura organizacional e ingressos de novos investidores, promovendo não apenas a recuperação financeira, mas também a modernização e a competitividade das empresas em crise. No Brasil, no entanto, o foco permanece excessivamente limitado a ajustes financeiros, subestimando o potencial transformador de outras ferramentas legais.

A gestão empresarial é um elemento crucial para a recuperação de empresas em crise. Gestores desempenham um papel central na formulação e execução de estratégias que podem determinar o sucesso ou o fracasso do processo de recuperação.

Contudo, os PRJs frequentemente negligenciam essa dimensão, não propondo mudanças significativas nas práticas de gestão (se é que propõe), mesmo quando as evidências indicam que a má administração foi um fator determinante para a crise. No contexto norte-americano, o declínio nas taxas de substituição de CEOs durante o processo de reestruturação também revela um sistema cada vez mais tolerante com administrações falhas.

A taxa de *turnover* caiu de 69% para 41% ao longo de três décadas, mesmo diante de desempenho operacional insatisfatório¹⁶⁰. Conforme apurado no presente trabalho, nos isolados casos em que constatada a conversão de dívida em *equity*, por exemplo, a forma utilizada para isto foi a emissão de ações preferenciais (pressupondo a forma de sociedade anônima), alheia às práticas internacionais e ao próprio mercado novo, à medida que ausente o direito de voto do acionista¹⁶¹.

Práticas de gestão inadequadas, como falta de planejamento de safra, ineficiência no uso de recursos, baixa diversificação de mercados ou mesmo descontrole financeiro (alta dependência de crédito), são recorrentes entre as empresas que entram em recuperação judicial. A implementação de tecnologias modernas, como agricultura de precisão, análise de big data e automação de processos, pode melhorar significativamente a produtividade e reduzir custos. Apesar disso, poucas empresas incluem essas iniciativas em seus PRJs, perdendo uma oportunidade valiosa de transformar sua operação.

Além disso, a formação e capacitação de gestores é outro aspecto crítico frequentemente ignorado. Muitos gestores carecem de habilidades técnicas para lidar com crises complexas, o que resulta em decisões inadequadas ou insuficientes. Programas de treinamento direcionados, oferecidos por instituições públicas ou privadas, poderiam suprir essa lacuna, capacitando os gestores a identificar e implementar mudanças necessárias para reverter crises financeiras.

A falta de diversificação nas estratégias de recuperação judicial gera impactos profundos, tanto para as empresas quanto para a economia em geral. Empresas que continuam operando com baixa rentabilidade consomem recursos financeiros e logísticos que poderiam ser alocados de forma mais eficiente em outras áreas. Além disso, sua permanência no mercado pode criar distorções competitivas, prejudicando

¹⁶⁰ LOPUCKI, Lynn M., *Changes in Chapter 11 Success Levels Since 1980*, 87 (2015), p. 1010.

¹⁶¹ Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que conferem a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

§ 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

§ 1º As ações ordinárias e preferenciais poderão ser de uma ou mais classes, observado, no caso das ordinárias, o disposto nos arts. 16, 16-A e 110-A desta Lei.

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas.

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

empresas saudáveis e comprometendo a confiança no sistema de recuperação judicial.

A análise aqui apresentada evidencia que as estratégias predominantes nos PRJs no Brasil, particularmente no setor do agronegócio, são insuficientes para garantir a sustentabilidade econômica e social das empresas em crise. A subutilização de instrumentos previstos na LREF, aliada à falta de capacitação técnica e resistência cultural a mudanças, limita o potencial transformador da recuperação judicial.

Para superar esses desafios, é necessário um esforço conjunto de todos os envolvidos: gestores, credores, administradores judiciais e formuladores de políticas públicas. Somente com uma abordagem integrada e inovadora será possível transformar crises em oportunidades, promovendo a sustentabilidade das empresas e o desenvolvimento econômico regional.

O futuro do sistema de recuperação judicial depende de sua capacidade de equilibrar interesses diversos e oferecer soluções que sejam, ao mesmo tempo, economicamente viáveis e socialmente desejáveis. A experiência do Chapter 11 indica que, quando medidas transformadoras são negligenciadas, o sistema entra em um ciclo de perda de efetividade, como revelado pelo declínio nas taxas de sucesso ao longo das últimas décadas, tanto em confirmação de planos quanto em sobrevivência empresarial¹⁶².

Afinal o que se viu nos casos concretos é exatamente a antítese de Beckett. Repetem-se procedimentos, em circunstâncias similares, acreditando ou fazendo crer que isto será suficiente à efetividade da finalidade legal, que é a efetiva recuperação e sustentabilidade de longo prazo. Na economia utiliza-se com frequência o termo *ceteris paribus*, como forma de resumir que se as circunstâncias essenciais permanecem as mesmas, os resultados esperados também o serão. Talvez uma forma mais drástica de descrever o fenômeno, porém adequada, seja o *gattopardismo recuperacional*: tudo *aparentemente* muda para que nada mude (*tutto cambia perché nulla cambi*).

¹⁶² LOPUCKI, Lynn M., Changes in Chapter 11 Success Levels Since 1980, 87 *Temp. L. Rev.* 989 (2015), p. 1012-1013.

6. CONCLUSÃO

Este trabalho teve como propósito promover uma avaliação abrangente dos procedimentos de recuperação judicial no estado de Mato Grosso, com foco especial nas práticas e resultados dos processos envolvendo o agronegócio. O que se encontrou, no entanto, foi menos um sistema voltado à revitalização de empresas e mais um mecanismo disfuncional que, em boa medida, serve a reorganizar finanças pessoais, apagando direitos dos credores em benefício de poucos, e em benefício social que se pode qualificar no máximo como marginal.

O segundo capítulo, destinado a avaliar e expor a LREF, mostrando que seu desenho institucional resulta menos de uma engenharia econômica sofisticada e mais de um pacto político frágil, construído em cima da retórica da “função social da empresa”, sem contornos claros de qual é efetivamente o benefício social atrelado ao princípio. A LREF, como se vê, tenta conciliar eficiência e humanismo, mas acaba caindo na armadilha da ambiguidade, entregando um instrumento que promete muito, exige pouco e entrega ou promessas inexecutáveis ou mesmo indesejáveis.

No Capítulo 3 restou explorada a literatura especializada no tema, concluindo que a racionalidade econômica dos agentes envolvidos é mais uma hipótese generosa do que uma realidade concreta, sendo esta mais razoavelmente entendida como *bounded rationality*: há clara assimetria informacional, os incentivos são mal calibrados, e o risco moral se instala com naturalidade.

No item 3.3, ao discutir a finalidade dos procedimentos de reestruturação, o estudo destacou aquilo que a teoria econômica demonstra: a reestruturação só se justifica se a empresa for mais valiosa em operação do que em liquidação. No entanto, o que se observou nos processos analisados foi exatamente o oposto: empresas com valor patrimonial pífio, geração de caixa hora fictícia hora insuficiente, e um apego à “função social da empresa” — mesmo quando essa empresa não entrega valor nem para seus próprios empregados. A ideia de que toda empresa merece ser salva transforma-se aqui em dogma, e não em critério econômico.

Já no item 3.4, sobre a finalidade dos procedimentos de falência, o que se viu foi uma espécie de tabu político: falências se tornam uma prática insustentável, à medida que politicamente indesejáveis. Ainda que os dados mostrem que muitas empresas não são viáveis, o sistema insiste em mantê-las operando, como zumbis

empresariais que consomem recursos, bloqueiam ativos, travam cadeias produtivas e fragilizam ainda mais o mercado de crédito. A falência — que deveria ser um mecanismo legítimo de realocação eficiente de capital — é tratada como punição moral. Com isso, cria-se um ambiente no qual reestruturar é sempre bom e falir é sempre ruim. Essa negação sistemática da falência como solução racional gera distorções severas. Empresas inaptas permanecem no mercado sob tutela, distorcendo concorrência, corroendo credibilidade e desincentivando o financiamento a novos negócios. A “função social da empresa” é pervertida: em vez de proteger empregos e garantir desenvolvimento, ela se torna justificativa para perpetuar ineficiências e mascarar a ausência de viabilidade.

Já no Capítulo 4, a análise empírica deixou claro que a estrutura dos processos é, muitas vezes, pouco específica. Há uma alarmante padronização de estratégias — quase todas voltadas à renegociação de passivos, com prorrogação de prazos e deságios — ignorando a existência de problemas endógenos (gerenciais, mercadológicos) que levaram as empresas à insolvência. Pouco ou nenhum esforço é feito para modernizar a gestão, alterar a estrutura organizacional ou incorporar inovação tecnológica. Em vez de reestruturação há a manutenção da mesma lógica de gestão que levou à crise, mas com o apagamento dos débitos por meio dos deságios.

O Capítulo 5 apura a lógica financeira das empresas em recuperação judicial: empresas com passivos maiores que ativos, geração de caixa projetada que não cobre nem o custo do próprio plano, e um uso pífio dos instrumentos legais previstos na LREF. Ferramentas como alienação de unidades produtivas, entrada de novos investidores, fusões, cisões ou reorganizações societárias são solenemente ignoradas, seja por resistência dos gestores, seja por desconhecimento técnico, seja porque não há incentivo suficiente ao gestor em buscar meios drásticos de recuperação. No fim, os planos de recuperação judicial mais se assemelham a promessas vazias do que a compromissos viáveis, o que viabiliza com que empresas simplesmente irrecuperáveis sejam beneficiadas.

Como demonstraram os dados, as causas da crise financeira das empresas raramente são atribuídas, nos autos, às deficiências internas de gestão, estrutura de capital ou falhas operacionais. No entanto, a análise dos demonstrativos financeiros aponta precisamente nessa direção: grande parte das empresas apresenta histórico

de retorno sobre ativos (ROA) consistentemente negativo, passivos substancialmente superiores aos ativos declarados, e ausência de geração de caixa suficiente para sustentar o plano de recuperação — evidências que indicam desequilíbrios estruturais, incompatíveis com o discurso de crise meramente conjuntural ou exógena.

Os dados mostram que as projeções de geração de caixa livre para os dez anos seguintes (GCL+10), feitas pelas próprias recuperandas, revelam planos pouco viáveis no longo prazo. A razão entre dívida reconhecida e a GCL+10 ultrapassa frequentemente níveis aceitáveis, sugerindo que, mesmo sob as premissas mais otimistas, os fluxos de caixa futuros não serão suficientes para honrar os compromissos assumidos no PRJ.

Apesar disso, os planos de recuperação seguem inalterados em sua essência. As estratégias adotadas concentram-se quase exclusivamente na dilação de prazos de pagamento e na aplicação de deságios generalizados, sem propor reformas substanciais nas estruturas gerenciais ou operacionais das empresas. Não se observa, nos casos analisados, a utilização dos instrumentos mais sofisticados previstos pela LREF, como alienação de unidades produtivas, entrada de novos investidores ou reorganizações societárias. As recuperações judiciais analisadas falham em propor soluções estruturais, tornando-se adeptas à lógica de responsabilidade que mais se aproxima à de Bierce¹⁶³, do que uma apuração adequada de problemas estruturais. As causas reais da crise são negligenciadas, e medidas transformadoras — como alterações na governança, qualificação da gestão, ou reestruturação da estrutura de capital — são raras ou inexistentes. Assim empresas que, mesmo em "recuperação", demonstram continuar em crise, lesam credores e contribuem para a corrosão da credibilidade do próprio sistema.

Ainda assim, tais planos são regularmente aprovados em AGC, mesmo quando as premissas econômico-financeiras do plano são claramente frágeis e insubsistentes. Este padrão indica que o sistema atual tem falhado em seu filtro de viabilidade econômica, validando a manutenção de empresas que, à luz dos dados financeiros, seriam mais adequadamente tratadas por meio de processos falimentares. A racionalidade econômica, nesses casos, cede lugar a uma inércia

¹⁶³ “RESPONSIBILITY, *n.* A detachable burden easily shifted to the shoulders of God, Fate, Fortune, Luck or one's neighbor. In the days of astrology it was customary to unload it upon a star”. BIERCE, Ambrose. *The Devil's Dictionary*. Oxford: The Oxford University, 1999.

institucional, em que a recuperação judicial se torna um mecanismo de postergação da falência — e não de superação da crise.

Assim, conclui-se que há um erro sistemático na forma como a recuperação judicial tem sido aplicada: recupera-se empresas que, de forma objetiva, não apresentam condições mínimas de viabilidade econômica. A falência, erroneamente tratada como um fracasso moral ou político, é evitada mesmo quando seria a solução mais racional, eficiente e benéfica para o mercado como um todo.

É preciso enfrentar de frente os gargalos estruturais do modelo: a baixa tecnicidade dos planos, a superficialidade das projeções financeiras. A recuperação judicial precisa empoderar os credores, e exigir mais dos devedores, passando a ser um verdadeiro processo estratégico de reestruturação — interdisciplinar, transparente e orientado por dados. Isso exige um engajamento efetivo de todos os atores do sistema: gestores que aceitem rever suas práticas; credores mais capacitados e dispostos a participar ativamente; administradores judiciais com maior independência e capacidade opinativa.

7. REFERÊNCIAS

AGHION, Philippe; HART, Oliver; MOORE, John. The Economics of Bankruptcy Reform. NBER Working Papers 6727, 1994, National Bureau of Economic Research, Inc, disponível em <https://www.nber.org/system/files/chapters/c6727/c6727.pdf>.

ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. S. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. 3. ed. Hoboken: Wiley, 2006.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LICKS, Gustavo Banho. Jurimetria Aplicada ao Processo de Recuperação Judicial para Aferição da Arquitetura Decisória dos Credores. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, Florianópolis, Brasil, v. 7, n. 1, p. 99–120, 2021.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA. Observatório da Insolvência. Processos de Recuperação Judicial em São Paulo. Coord. Marcelo Barbosa

Sacramone, Marcelo Guedes Nunes, Ivo Waisberg [Et. Al]. Julho de 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf.

BAIRD, D. G. The uneasy case for corporate reorganizations. *University of Chicago Law Review*, v. 115, n. 2, p. 128-131, 2006.

BALDISSERA, J. F.; FIIRST, C.; ROVARIS, N. R.; DALL'ASTA, D. (2020). Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras Listadas na B3 nos Anos Antecedentes ao Pedido de Falência ou Recuperação Judicial. RC&C. *Revista De Contabilidade E Controladoria*, 11(2).

BARBOSA, Klênio et al. Impacto da Nova Lei de Falências no Mercado de Crédito Brasileiro. *Revista Economia Aplicada*, v. 21, n. 3, 2017.

BECKETT, Samuel. *Worstward Ho*. London: John Calder, 1983.

BERNSTEIN, Peter L. *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*. Hoboken: Wiley, 1998.

BIERCE, Ambrose. *The Devil's Dictionary*. Oxford: The Oxford University, 1999.

BISIN, A.; RAMPINI, A. (2006). Exclusive Contracts and the Institution of Bankruptcy. *Economic Theory*, 27(2), 277-304.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan. *Fundamentos de Investimentos*. São Paulo: McGraw-Hill, 2014.

BORMAN, Frank. Fonte: <https://www.forbes.com/quotes/3057/>, acesso em 04/04/2025.

BRADLEY, Michael; ROSENZWEIG, Michael. The Untenable Case for Chapter 11, 101 *Yale L.J.* 1043, 1056 n.44, 1088-89 n.108 (1992).

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Princípios de finanças corporativas*. 13. ed. São Paulo: McGraw-Hill Education, 2020.

CABALLERO, Ricardo J.; HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil K. Zombie Lending and Depressed Reestructuring in Japan. NBER Working Papers 12129, 2006, National Bureau of Economic Research, Inc, disponível em <https://www.nber.org/papers/w12129>.

CNA – CONFEDERAÇÃO DA AGRICULTURA E PECUÁRIA DO BRASIL. *CNA divulga resultado do PIB do agro até o 3º trimestre de 2024*. Brasília, 2025. Disponível em: <https://www.cnabrasil.org.br/noticias/cna-divulga-resultado-do-pib-do-agro-ate-o3o-trimestre-de-2024>. Acesso em: 2 mar. 2025.

COOTER JR, Robert B.; ULEN, Thomas. Law and Economics. Edinburgh: Pearson Education Limited, 2014.

COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4ª ed. rev. atual. Curitiba: Juruá, 2023.

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2006.

DJANKOV, Simeon; HART, Oliver; MCLIESH, Caralee; SHLEIFER, Andrei. Debt Enforcement Around the World. *Journal of Political Economy*, 2008, vo. 116, n. 61. The University of Chicago.

DOWNS, Anthony. An Economic Theory of Democracy. New York: Harper & Row Publishers, 1957.

GAN, Aidan. 2016. Das Maynard Keynes Problem: Rethinking Rationality. Disponível em <https://sites.duke.edu/djepapers/files/2016/08/Ailian-Gan.pdf>.

GILSON, S. C. (1997). Transaction Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms. *Journal of Finance*, 52(1), 161-196.

_____. Creating Value through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups. 2. ed. Hoboken: Wiley, 2010.

GROSS, Karen. Taking community interests into account in bankruptcy: an essay. *Washington University Law Quarterly*, v. 72, p. 1031-1048, 1994.

GROSSERT, Ricardo R.; BRUNASSI, Vinícius A.; GALLUCCI NETO, Humberto; SAMPAIO, Joelson. Quais os principais mecanismos de reorganização adotados pelas empresas brasileiras em recuperação judicial? *Brazilian Review of Finance* (Online), Rio de Janeiro, Vol. 20, No. 4, December 2022, pp. 113–136.

HART, Oliver. Different Approaches to Bankruptcy. NBER Working Papers 7921, 2000, National Bureau of Economic Research, Inc, disponível em <https://www.nber.org/papers/w7921>.

HAUGEN, R. A.; SENBET, L. W. (1978). The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, 33(2), 383-393.

HEMINGWAY, Ernest. The Sun Also Rises. New York: Scribner, 2006.

HIÇ, Özlen. (2019). Evolution of New Keynesian Economics. *Procedia Computer Science*, 158, 1025–1032.

HOTCHKISS, E. S.; JOHN, K.; MOORADIAN, R. M.; THORBURN, K. S. Corporate

Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy: Analyze Leveraged Finance, Distressed Debt, and Bankruptcy. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

_____.; John, Kose; Mooradian, Robert M.; Thorburn, Karin. *Financial Distress and Resolution: A Survey*. In B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 2. Elsevier/North-Holland, 2008.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *PIB cresce 3,4% em 2024 e fecha o ano em R\$ 11,7 trilhões*. Rio de Janeiro: IBGE, 2025. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br>. Acesso em: 02 março. 2025.

_____. *Previsão da safra agrícola 2024/2025*. Rio de Janeiro, 2024. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agenciadenoticias/releases/42191-em-novembro-ibge-preve-safra-de-294-3-milhoes-detoneladas-para-2024-e-de-314-8-milhoes-de-toneladas-para-2025>. Acesso em: 2 mar. 2025.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. *Análise de balanços*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

KAHNEMAN, Daniel. Rápido e Devagar: *Duas Formas de Pensar*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

KORDANA, K. A.; POSNER, E. A. (1999). A Positive Theory of Chapter 11. *Columbia Law Review*, 103(4), 823-905.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, pp. 1131-1150.

MAPA – Ministério da Agricultura e Pecuária. *Exportações do agronegócio brasileiro - 2024*. Brasília: MAPA, 2024. Disponível em: <https://www.facebook.com/MinAgricultura>. Acesso em: 02 março. 2025.

MAS-COLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D.; GREEN, Jerry R. *Microeconomic Theory*. Oxford: Oxford University Press, 1995.

MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de Empresas: Curso Avançado em Direito, Economia e Finanças*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2023.

MILGROM, Paul; ROBERTS, John. *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1992.

MOREIRA, Pedro Ivo Lins. *Lógica e Limites do Sistema Brasileiro de Insolvência à Luz da Nova Economia Institucional*. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2023.

NICHOLSON, Walter; SNYDER, Christopher. *Microeconomic Theory*. Mason: Thomson Higher Education, 2007.

O ESTADO DE SÃO PAULO. *Brasil exportou 97,299 milhões de toneladas de soja em grão em 2024*. Estadão, São Paulo, 2025. Disponível em: <https://agro.estadao.com.br>. Acesso em: 02 março. 2025.

OLIVEIRA, Anglizey S. de.; PIHA, Daniella; PEREIRA, Lucas S.; CECY, Mateus D.; MOREIRA, Pedro I.L.; PEREIRA, Priscila R.B. Análise Empírica do Impacto da Especialização das Varas no Tempo dos Processos de Falência. Disponível em https://www.migalhas.com.br/arquivos/2024/4/D022E15E46592C_NEPI.pdf

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. *Microeconomics*. 9. ed. Harlow: Pearson Education Limited.

POSNER, Richard A. A reply to some recent criticisms of the efficiency theory of the common law. *Hofstra Law Review*, v. 9, n. 3, p. 775-794, 1981.

RESTUCCIA, Diego; ROGERSON, Richard. “The Causes and Costs of Misallocation”. 2017. *Journal of Economic Perspective* 31(3); 151-174.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D’Orio (Coords.). *Recuperação Judicial e Falência: Evidências Empíricas*. Indaiatuba: Editora Foco, 2022.

SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D. *Economics*. 19 ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2010.

SCHUMPETER, J. A. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Routledge, 1942.

SECOM-MT – SECRETARIA DE COMUNICAÇÃO DO ESTADO DE MATO GROSSO. *Exportações de MT alcançam 157 países e geram US\$ 25,95 bilhões em 2024*. Cuiabá, 2024. Disponível em: <https://www.secom.mt.gov.br/web/sedec/w/exporta%C3%A7%C3%B5es-de-mtalc%C3%A7am-157-pa%C3%ADses-e-geram-us-25-95-bilh%C3%B5es-em-2024>. Acesso em: 2 mar. 2025.

SEDEC-MT – Secretaria de Desenvolvimento Econômico do Estado de Mato Grosso. *Produção de grãos em MT deve aumentar 4,4% na safra 2024/2025, estima Conab*.

Cuiabá: SEDEC, 2025. Disponível em: <https://www.sedec.mt.gov.br>. Acesso em: 02 março. 2025.

SEPLAN-MT – SECRETARIA DE ESTADO DE PLANEJAMENTO E GESTÃO DE MATO GROSSO. *Relatório Econômico Anual 2024*. Cuiabá: Governo do Estado de Mato Grosso, 2024.

SPIEGELHALTER, David. *The Art of Uncertainty*. New York, W. W. Norton & Company, 2024.

STEINBERG, Dara. Shevirah – Brokenness Embrace Imperfection שבירה. Lippman Kanfer Foundation for Living Torah. Disponível em <https://www.sefaria.org/sheets/50131?lang=bi>, acesso em 04 de abril de 2025.

STOHS, Mark. 'Uncertainty' in Keynes' General theory: a rejoinder. *History of Political Economy*, 1983, vol. 15, issue 1, 87-91.

TIROLE, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press, 2006.

TVERSKY, Amos. *Preference, Belief, and Similarity: Selected Writings*. Cambridge: The MIT Press.

UOL. *CNA/CEPEA: Agronegócio tinha 28,2 milhões de pessoas ocupadas em 2024, um recorde*. UOL Economia, São Paulo, 2025. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br>. Acesso em: 02 março. 2025.

WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação Judicial no Estado de São Paulo – 2ª Fase do Observatório de Insolvência*; (April 26, 2019). Disponível em

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3378503> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3378503>

WESTBROOK, Jay L. *A Global View of Business Insolvency Systems*. Washington: World Bank, 2010.

WILLIAMSON, Oliver, E. 2000. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. *Journal of Economic Literature* 38 (3): 595–613.

WHITE, Michelle J. Does Chapter 11 Save Economically Inefficient Firms?, 72. *WASH. U. L. Q.* 1319(1994). Available at: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol72/iss3/34

_____. Why It Pays to File for Bankruptcy: A Critical Look at Incentives under U.S. Bankruptcy Laws and A Proposal for Change. *Univ. of Chicago Law Rev.* 1998. 65:685-732.

WOOD, John M. *The Interpretation and Value of Corporate Rescue*. Cheltenham: Edward Elgar, 2022, p. 3-4

YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.) *Processo Societário IV*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.