

# Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas

Bernardo Bicalho de Alvarenga Mendes  
[Org.]

Antônio Geraldo Pimentel Filho  
Bernardo Bicalho de Alvarenga Mendes  
Bruno Galvão Souza Pinto de Rezende  
Cássio Cavalli  
Daniel Carnio Costa  
Daniel Moreira do Patrocínio  
Fábio Bartolozzi Astrauskas  
Giovanna Elizabeth Pereira de Matos Costa  
Ivo Waisberg  
Jairo Saddi  
João Manoel Martins Vieira Rolla  
Joel Luís Thomaz Bastos  
Juliana Hoppner Bumachar Schmidt  
Júlio Kahan Mandel  
Luiz Fernando Valente de Paiva  
Marcelo Barbosa Sacramone  
Marcelo Gazzzi Taddei

Marcelo Lamego Carpenter  
Márcio Souza Guimarães  
Maria Celeste Morais Guimarães  
Maria Leticia Xavier Fornazari  
Moacyr Lobato de Campos Filho  
Newton De Lucca  
Patrícia Santos Firmo  
Paulo de Carvalho Balbino  
Paulo Fernando Campana Filho  
Rafael de Oliveira Carlos  
Renata Mota Maciel M. Dezem  
Ricardo Loretti Henrici  
Rodolfo de Lima Gropen  
Sérgio Mourão Corrêa Lima  
Thomas Benes Felsberg  
Thomas Dulac Müller  
Vitor Santiago Malta

# Reflexões sobre a recuperação judicial:

uma análise da aferição da viabilidade econômica de empresa como pressuposto para o deferimento do processamento da recuperação judicial

5

*Cássio Cavalli<sup>1</sup>*

## 5.1. Introdução

Este artigo cuida dos requisitos de legitimação à postulação de recuperação judicial de empresas em conformidade com a Lei 11.101/05 (Lei de Recuperação Judicial e Falência - “LRF”) e a recente prática forense inaugurada nas Comarcas do Rio de Janeiro e de São Paulo de determinar a realização de perícia prévia para aferir a viabilidade econômica da empresa antes do deferimento do processamento da recuperação judicial. Referida prática forense foi inaugurada com o relevante propósito de verificar se a empresa devedora não está a postular recuperação judicial já tendo encerrado suas atividades e fechado suas portas. A preocupação com a verificação da viabilidade econômica da empresa devedora é uma característica de diversas decisões que têm por objeto o deferimento do processamento da recuperação judicial. Nessas decisões, a verificação da viabilidade econômica da empresa apresenta-se como um pressuposto para a legitimação à postulação da recuperação judicial. Esse pressuposto, no entanto, não é expressamente apresentado pela LRF. Ademais, ao exigir-se a observância de mais um pressuposto para a legitimação à recuperação judicial, empresas que são

<sup>1</sup> Professor da FGV Direito Rio. Advogado, árbitro e parecerista. Doutor e Mestre em Direito. Membro e Conselheiro de Administração da Turnaround Management Association. Vice-presidente da Comissão de Direito Falimentar da OAB-RJ. Membro integrante do Comitê de Experts em Direito Concursal do Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas (IIDF). Membro do International Association of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals (INSOL International) e do American Bankruptcy Institute (ABI). E-mail: Cassio.Cavalli@fgv.br.

ou aparentam ser inviáveis acabam excluídas da recuperação judicial de empresas. Por essa razão, deve-se questionar se a viabilidade econômica e a perícia prévia para sua aferição devem se apresentar como pressupostos para a legitimação à recuperação judicial.

Se observada a evolução jurisprudencial acerca dos requisitos para a legitimação para o pedido de recuperação judicial (notadamente aqueles encontrados no art. 48 da LRF), o que se perceberá é a coexistência de alguns casos em que se reduz o rigor de certos filtros para a postulação da recuperação judicial, e alguns casos em que se aumenta o rigor de outros filtros para a postulação de recuperação judicial. A coexistência de duas orientações aparentemente contraditórias, – uma a restringir o acesso à recuperação, outra a facilitar o acesso à recuperação judicial, – sugere a ausência de critérios mais gerais capazes de orientar qual o rumo mais adequado a seguir. A meu sentir, esses critérios gerais podem encontrar fundamento nos objetivos que são perseguidos pelo processo de recuperação judicial de empresas. Noutras palavras, é relevante perquirir se a vedação de empresas inviáveis ao processo de recuperação judicial coaduna-se com o nosso sistema recuperacional. Mais precisamente, somente mediante a explicitação do para que serve o instituto da recuperação judicial de empresas é que se poderá determinar se se deve ou não restringir o acesso de empresas que aparentam ou são economicamente inviáveis ao processo de recuperação judicial. Para a consecução desta tarefa, deve o jurista ir além da mera enunciação do impreciso (embora relevante) princípio da preservação da empresa;<sup>2</sup> é fundamental que se aprofunde a compreensão acerca das funções econômicas desempenhadas pelo instituto da recuperação judicial de empresas.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Ante a indeterminação dogmática do que seja empresa, o recurso ao princípio da preservação da empresa se presta para embasar respostas diametralmente opostas. Acerca da teoria da empresa na recuperação judicial, publiquei um ensaio em que busquei explicitar o papel que as teorias jurídicas e econômicas da empresa podem desempenhar no aprimoramento da compreensão do instituto da recuperação judicial de empresas, que pode ser encontrado em CAVALLI, Cássio. A teoria da empresa na recuperação judicial. In: CEREZETTI, Sheila Christina Neder e MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Ed.). *Dez anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*. 1.ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.197-234..

<sup>3</sup> Para abordar o tema da função econômica dos institutos concursais, serão utilizadas as pressuposições teóricas do funcionalismo jurídico de Tullio Ascarelli, conforme descrito em CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 218 e ss.

Para tanto, o presente artigo será dividido em 4 Seções. A Seção 1, introdutória, apresentará o tema. A Seção 2 abordará a ambiguidade na evolução da interpretação acerca da interpretação de alguns dos requisitos legais para a legitimação à postulação e o deferimento do processamento da recuperação judicial, com o propósito de verificar quais os critérios mais gerais que podem ser adotados para restringir-se ou ampliar-se o acesso de empresas à recuperação judicial. A Seção 3 questionará os fundamentos da prática forense de exigir-se a aferição pericial da viabilidade da empresa para o deferimento do processamento da recuperação judicial. Por fim, a Seção 4 concluirá.

## 5.2. Fundamentos dos pressupostos para a recuperação judicial

É inequívoco que heranças culturais condicionam a compreensão presente de certos institutos jurídicos cujos primeiros desenvolvimentos se deram no passado.<sup>4</sup> Esse condicionamento pode conduzir a interpretações que não atendem adequadamente a necessidades atuais. Neste caso, cumpre colocar em plena luz a condicionante histórica para que possam ser superadas as indesejadas limitações por ela impostas, ao mesmo tempo em que se afirmam institutos mais aderentes às necessidades atuais. É o quanto ocorre com a interpretação acerca dos pressupostos para a recuperação judicial, que é fortemente influenciada por uma herança cultural que, no contexto atual da evolução socioeconômica brasileira, carece de sentido.

Na literatura jurídico-concursal, é recorrente a assertiva de que os institutos de direito concursal foram concebidos para lidar com problemas de insolvência de um reduzido número de agentes econômicos, – os comerciantes e, mais recentemente, os empresários, – que apresentariam características especiais em contraposição a não empresários.<sup>5</sup> Isto é, no sistema jurídico-concursal brasileiro somente empresários têm acesso à falência e à recuperação judicial, enquanto os demais agentes econômicos não caracterizados como empresários ficam excluídos do sistema de direito concursal positivado pela LRF. Essa opção legislativa, em minha

<sup>4</sup> Assim, apresentando as diferentes vertentes da teoria do *path dependence* no direito comercial, ver CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 20 e ss.

<sup>5</sup> Ver CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 50 e ss.

opinião, é determinada por razões de *path dependence*<sup>6</sup> e representa a compreensão dominante de que os institutos de direito concursal não devem ser de aplicação geral a todas as situações de insolvência, mas apenas a determinadas situações de insolvência de determinados agentes econômicos, que atendam a determinados requisitos específicos. Essa orientação presta um maior tributo às superadas noções históricas de

<sup>6</sup> A limitação do âmbito de aplicação do direito concursal a determinados agentes econômicos não é uma constante universal e intrinsecamente inerente ao direito concursal. Nos direitos de tradição da *civil law*, essa limitação decorreu de uma opção legislativa que remonta às Ordenações de Comércio francesas de 1673 (VIVANTE, Cesare. *Il fallimento civile*. Torino: Fratelli Bocca Editori, 1902, p. 9). No medievo, consoante registra Vivante, os estatutos e as ordenações não restringiam a falência apenas aos comerciantes. Pelo contrário, podiam falir todas as pessoas, inclusive aquelas que não eram comerciantes. Entretanto, “nell’ Ordinanza generale del 1673, la grande matrice dei codici moderni, la frase generica è scomparsa, e il fallimento si limitò espressamente ai commercianti, senza che alcuno ne dicesse verbo, quasi che questa limitazione corrispondesse allo stato di fatto. Ed invero mancava in quei tempi fuori del commercio una borghesia che avventurasse il suo nelle industrie agricole ed edilizie: non ricorreva al credito che il commerciante o il fabbricante che l’Ordinanza del 1673 e le successive che la integrarono ascrissero tra i commercianti.” (VIVANTE, Cesare. *Il fallimento civile*. Torino: Fratelli Bocca Editori, 1902, p. 9) E continua o autor peninsular afirmando que “[c]erto abbondavano nell’aristocrazia coloro che dilapidavano il patrimonio nell’ozio, nel giuoco o fors’anche nelle imprese cavalleresche o militari: ma a costoro provvedeva il Re colle lettere di respiro, colle moratorie di tre o cinque anni (lettres de répit, ou de surséance, défenses générales, lettres d’Etat) che suspendevano secondo il diritto romano dell’epoca imperiale le azioni e le esecuzioni dei creditori.” (VIVANTE, Cesare. *Il fallimento civile*. Torino: Fratelli Bocca Editori, 1902, p. 9-10) Os fundamentos apresentados por Vivante para a limitação das regras falimentares aos comerciantes, no entanto, ocultam a imensa importância desta opção para o desenvolvimento capitalista europeu. É bom lembrar que foi a partir das Ordenações de 1673 que se desenvolveu o expediente dos atos de comércio objetivos, por meio dos quais aristocratas, clérigos e militares passaram a poder realizar investimentos mercantis sem que fossem qualificados com o depreciativo status social de comerciante (CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 58, nota 41). Com efeito, a restrição das regras falimentares aos comerciantes, em verdade, foi para não sujeitar ao risco da falência aristocratas, clérigos e militares que praticavam atos objetivos de comércio. Com isso, assegurou-se que não comerciantes (avessos ao risco comercial) investissem em arriscados empreendimentos comerciais. Pode-se imaginar a importância que esta alteração teve no desenvolvimento econômico europeu. Provavelmente daí decorre a ausência de ninguém ter se manifestado contra ela. Nos dias de hoje, em um contexto econômico absolutamente distinto no qual, p. ex., consumidores endividados podem colocar em risco o sistema econômico como um todo, manter-se a falência apenas para empresários caracteriza uma solução ineficiente somente justificável por um *lock-in* em *path dependence*.

especialidade do direito comercial do que propriamente às necessidades econômicas que se fazem sentir em situações de insolvência de qualquer agente econômico, empresário ou não. Noutras palavras, as condicionantes históricas do direito concursal acabam por obnubilarem a compreensão de sua função primordial que é a de lidar com problemas de insolvência e, por conseguinte, acabam por subtrair de diversas situações de insolvência a possibilidade de utilização de necessárias ferramentas de direito concursal, elaboradas que são para lidar com problemas de insolvência. Uma tal orientação admite que se deixe desprovidas de ferramentas de direito concursal algumas gravíssimas situações de insolvência, que assim não são solucionadas e acabam por indesejavelmente perpetuar-se. Aliás, a perpetuação de uma situação de insolvência é inequivocamente o pior resultado que se pode atingir; e é o resultado a que sistematicamente o sistema jurídico brasileiro, com suas normas positivadas e com suas lacunas, têm conduzido.

A preconcepção cultural da limitação do âmbito de atuação dos institutos concursais reforça a noção de que não se deve admitir procedimentos de insolvência sem que antes se verifique se foi atendido a todo um conjunto de especiosos pressupostos legais. Mais precisamente, apresenta-se como natural à cultura jurídica brasileira que, ante a especialidade do direito concursal, deve o juiz apresentar-se como um criterioso *gatekeeper* que, com base na verificação de pressupostos legais, deve admitir ou inadmitir o começo de um determinado procedimento de insolvência.

Com efeito, na literatura não são encontradas maiores críticas à afirmação legislativa dos pressupostos afirmados pelo art. 48 da LRF, voltados a identificar quais empresários se legitimam a postular recuperação judicial.<sup>7</sup> Se olhados bem de perto, a maioria desses requisitos revela-se desprovida de um sentido que não seja o de criar obstáculos para a admissão de um processo de recuperação judicial, sem que, com isso, se esteja a promover algum outro fim que tenha sido reputado de maior relevância pelo legislador. Nesse sentido, tomem-se por exemplo os seguintes requisitos exigidos pelo *caput* do art. 48 da LRF para a postulação da recuperação judicial: (i) a necessidade de a empresa

<sup>7</sup> Dentre os autores que voltaram sua atenção ao tema, ver, por todos, a relevante contribuição de SALAMA, Bruno Meyerhof e CROCCO, Fábio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar. In: ABRÃO, Carlos Henrique, ANDRIGHI, Fátima Nancy e BENETI, Sidnei (Ed.). *10 anos de vigência da Lei de recuperação e Falência*. São Paulo: Saraiva, 2015. p.379-419.

estar a exercer efetivamente a sua atividade no momento de postular recuperação judicial; (ii) que o exercício seja regular, com a observância de todas as normas societárias e registrárias aplicáveis; e que (iii) a atividade esteja a ser exercida no mesmo ramo por pelo menos dois anos. Referidos requisitos restringem o acesso de diversas empresas ao procedimento de recuperação judicial sem que, com isso, necessariamente se esteja a promover qualquer outro estado de coisas ou interesses que sejam tidos como desejáveis. Por conseguinte, diversas situações de insolvência ficam privadas de recorrer à utilização do instituto da recuperação judicial sem que encontrem outra alternativa de solução no ambiente institucional brasileiro. Ademais, conquanto analisando os pressupostos para o início de procedimentos de liquidação, Horst Eidenmüller observa que “[q]ualquer gatilho para procedimentos formais de insolvência deve ser facilmente verificável. De outro modo, os *stakeholders* relevantes (credores, administradores e acionistas) não poderão ajustar seu comportamento, e magistrados não terão critérios precisos para decidir. Aqui reside a dificuldade de qualquer teste de balanço patrimonial. Determinar o valor de ativos e dívidas da companhia depende das regras contábil aplicáveis, e estas normalmente deixam alguma margem de discricionariedade. Ademais, quanto mais precisamente ativos e dívidas são avaliados em termos econômicos, maiores se tornam os problemas de avaliação.”<sup>8</sup>

Com efeito, deve-se questionar as restrições à legitimação à postulação da recuperação judicial impostas pelo art. 48 da LRF, com o propósito de verificar quais os fundamentos que podem contribuir para a construção de um melhor sistema de direito concursal. As questões centrais que se apresentam são: qual o fundamento para subtrair-se de empresas inativas, irregulares ou que exercem sua atividade a menos de dois anos a legitimidade para postular recuperação judicial? Qual o fim que estas restrições promovem? Os estados de coisas promovidos por estas restrições são desejáveis?

Ao subtrair-se de empresas inativas a legitimação à postulação de recuperação judicial (como faz o *caput* do art. 48 da LRF) está-se a deixar situações de insolvência reais desprovidas de solução, quando, no entanto, a solução poderia ser encontrada no instituto da recuperação

<sup>8</sup> EIDENMULLER, Horst. Trading in times of crisis: formal insolvency proceedings, workouts and the incentives for shareholders/managers. *European Business Organization Law Review*, v. 7, n. 1, p. 239-258, 2006, p. 242.

judicial para beneficiar e proteger o conjunto de *stakeholders* que se relacionam com a empresa. Em certos casos, a empresa insolvente é titular de *ativo específico*<sup>9</sup> ou conjunto de ativos específicos capazes de gerar valor de *going concern* superior ao valor de liquidação,<sup>10</sup> mas não possui condições financeiras para dar seguimento à atividade e, assim, gerar valor de *going concern* para pagar credores. No entanto, se protegido o valor de *going concern*, aumenta-se o nível de pagamento de credores. Por essa razão, o direito concursal é orientado pelo princípio da maximização do valor dos ativos da empresa devedora.<sup>11</sup> A questão prática que se apresenta é: como maximizar-se o valor dos ativos do devedor? Se o titular dos ativos não possui condições financeiras para dar seguimento à operação, a empresa devedora deve passar por uma alteração da sua estrutura de propriedade, mediante a realização de aportes de capital por terceiros ou pelo abatimento (*haircut*) de dívidas. Entretanto, a disciplina do processo de recuperação judicial não permite que se altere por completo a estrutura de capital de uma empresa (ou melhor, da sociedade empresária) em crise, uma vez que diversos credores, como os trabalhistas e os tributários, conservam integralmente o seu crédito, sem que seja possível impor-lhes qualquer percentual de abatimento. São créditos não liberáveis, protegidos contra abatimentos parciais ou integrais, que os norte-americanos diriam *non dischargeable under any bankruptcy proceeding*. Se o valor dos passivos protegidos contra abatimentos exceder o valor que se pode obter pela continuação dos negócios da empresa, o veículo em recuperação torna-se virtualmente inviável para receber novos investimentos, seja por dívida (*debt*), seja por participação societária (*equity*).<sup>12</sup> Neste caso, resta como única solução

<sup>9</sup> A expressão *ativo específico* é empregada com o sentido que lhe é atribuído pela economia dos custos de transação. Sobre o tema, ver CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 186 e ss.

<sup>10</sup> Acerca da distinção entre valor de *going concern* e valor de liquidação, ver JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washinton, D.C.: Beard Books, 1986 [reimpressão de 2001], p. 11 e ss.; e AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 219 e ss.

<sup>11</sup> Assim, CAVALLI, Cássio. Apontamentos sobre a teoria do estabelecimento empresarial no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, v. v. 858, p. 30-47, 2007.

<sup>12</sup> As limitações legais e jurisprudenciais ao abatimento de dívidas e, em termos mais gerais, à alteração da estrutura de capital de empresa em crise, são decorrentes, em última instância, de características culturais e morais nossas que não aceitamos que dívidas sejam canceladas sem que tenham sido integralmente pagas. Isto é, há

a venda dos ativos específicos pelo seu maior valor, que é obtido mediante a alienação de ativos (*asset deals*) sem sucessão para o adquirente.<sup>13</sup> Com isso, o veículo em crise maximizará o valor de seus ativos e seus credores aumentarão a taxa de recuperação de crédito. A empresa, que é a exploração dos ativos específicos, por sua vez, continuará a gerar valor em mãos do adquirente dos ativos, sem estar onerada pelas dívidas protegidas contra o *discharge* e com uma estrutura de capital adequada à sua atividade.

No que respeita à venda de ativos, o direito brasileiro é marcado por flagrantes e, diria até, grosseiras distorções. A legislação tributária e trabalhista, com o nobre propósito de proteger credores fiscais e trabalhistas, impõe multas de 100% ou mais do valor da dívida em caso de inadimplemento. Assim, a legislação fiscal e trabalhista constitui um poderoso fermento para a insolvência de empresas. Ao invés de as instituições trabalhistas e fiscais tratarem de aumentar a probabilidade de devedores conseguirem pagar o quanto devem, elas tornam impossível de pagar o quanto não foi pago. A proteção a esse passivo inflacionado crescem-se regras de sucessão de obrigações trabalhistas e tributárias em caso de venda de ativos operacionais. Desse modo, empresas insolventes não conseguem obter investimentos para continuar a operar e gerar valor de *going concern*, mesmo em situações em que teriam maior valor

---

obstáculos culturais e morais para que se admita o *discharge* de dívidas em nosso país. A dificuldade em aceitar-se o *discharge* é fundada em um bem-intencionado desejo de proteger-se credores. No entanto, a absoluta impossibilidade de liberação de dívidas conduz a situações em que torna-se impossível reestruturar uma empresa. Como consequência, empresas frequentemente são destruídas, e o valor que tinham, que poderia ser utilizado para pagar um tanto mais a credores, é perdido por completo, e os credores, pretensamente protegidos pelas limitações ao *discharge*, acabam em uma posição pior da que acabaria caso fosse possível alterar a estrutura de capital de uma empresa pelo *discharge*. Por essa razão, é imperioso que se debata intensamente o tema, para que se possa proteger valor de empresas brasileiras e, com isso, proteger seus *stakeholders*.

<sup>13</sup> É o quanto ocorre em parte significativa dos casos de recuperação judicial brasileiros. Ante as limitações impostas aos mecanismos de alteração da estrutura de capital do veículo em crise, resta apenas a alternativa de maximizar o valor desses ativos mediante uma venda de Unidade Produtiva Isolada ("UPI") livre de dívidas a um terceiro. Há outras razões para que recuperações judiciais se encaminhem para uma venda de ativos específicos, como pode ver-se em BAIRD, Douglas G. e RASMUSSEN, Robert K. The end of bankruptcy. *Stanford Law Review*, v. 55, p. 751-789, 2002. No entanto, no que respeita à experiência brasileira, pode-se afirmar, inequivocamente, que a venda de UPI é sobretudo devida à impossibilidade de verdadeiramente reorganizar-se um veículo devedor em crise.

operando do que liquidadas. Ao mesmo tempo, as regras de sucessão de dívidas impedem a alienação de seus ativos operacionais a terceiros, que poderiam continuar a operação e a gerar valor. O resultado dessa absurda combinação de multas descomunais e regras de sucessão de dívidas não poderia ser pior: elas conduzem a uma destruição sem precedentes de valor e a uma impossibilidade de empresas pagarem suas dívidas tributárias e trabalhistas. Dito bem claramente, a combinação regras protetivas que impõem multas que mais do que dobram o valor da dívida aliadas a regras protetivas que impõem a sucessão de dívidas em caso de venda de ativos operacionais (normalmente referidas por venda de estabelecimento ou fundo de comércio) constitui um violento câncer para situações de insolvência em que o valor de empresas é incredivelmente destruído. Como consequência, piora-se sensivelmente a situação dos destinatários das normas ditas protetivas, que são o fisco e os trabalhadores. A capacidade de gerar riqueza e, portanto, bem-estar de uma sociedade é inequivocamente resultante do conjunto de suas instituições.<sup>14</sup> Precisamos urgentemente alterar as instituições brasileiras para que trabalhadores, o fisco e investidores não tenham sua situação piorada por instituições jurídicas que conduzem a uma situação diametralmente oposta a que elas supostamente deveriam conduzir.

No direito brasileiro, para alienar-se ativos livres de sucessão e, portanto, maximizando valor para aumentar a taxa de retorno de credores, deve-se realizar a venda de Unidade Produtiva Isolada em processo de recuperação judicial, nos termos dos arts. 60 e 142 da LRF.<sup>15</sup> Fora da recuperação judicial, a venda direta de ativos (*asset deals*) implica na sucessão do adquirente quanto ao passivo trabalhista, tributário e de credores não garantidos, como fornecedores e financiadores,<sup>16</sup> o que torna virtualmente impossível a celebração de venda de ativos operacionais ou estratégicos que obtenha maximizar

---

<sup>14</sup> Apenas exemplificativamente, ver NORTH, Douglass C. *Institutions, institutional change and economic performance*. 23. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, *passim*.

<sup>15</sup> Sobre o tema, ver AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 233 e ss. (basicamente sustentando que a ausência de sucessão de dívidas reduz assimetria de informações e, portanto, evita seleção adversa com perda de valor).

<sup>16</sup> A título de exemplo, ver CAVALLI, Cássio. Apontamentos sobre a teoria do estabelecimento empresarial no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, v. v. 858, p. 30-47, 2007.

valor e, assim, aumentar o retorno de crédito dos credores da empresa em crise.<sup>17</sup> Ademais, o adquirente de conjunto de ativos operacionais tratará de continuar a explorar a atividade econômica, o que preservará postos de emprego e de todo o tecido econômico que se desenvolve em torno de uma empresa.<sup>18</sup>

Se para maximizar o valor de venda de ativos operacionais de devedor em crise (com o consequente aumento da taxa de retorno de credores e a manutenção de atividade econômica e a proteção de postos de emprego) é necessário vendê-los sem sucessão, e esta venda livre de dívidas (dado o direito brasileiro vigente) só se obtém pela venda de Unidade Produtiva Isolada em recuperação judicial, cabe questionar-se: por que razão a empresa em crise precisa estar a efetivamente exercer sua atividade para ser admitida a postular recuperação judicial? Ao excluir empresas inativas de pedido de recuperação judicial, o art. 48, *caput*, da LRF está apenas a destruir valor de ativos de devedores em crise, em detrimento do melhor interesse de seus credores, bem como de investidores que poderiam interessar-se em adquirir ativos específicos ou estratégicos para gerar valor de *going concern*. Noutras palavras, a limitação do acesso à recuperação judicial por um mero

<sup>17</sup> Tome-se o célebre exemplo do caso da insolvência do jornal Gazeta Mercantil. Fundada em 1920, a Gazeta Mercantil destacou-se como um dos mais importantes periódicos econômico do país. Em razão de uma crise financeira, que envolvia um passivo trabalhista de mais de R\$ 200 milhões, os controladores da empresa decidiram que para manter o jornal circulando e gerando valor para pagar credores era necessário arrendar a marca a quem possuísse condições financeiras de tocar a operação. A marca Gazeta Mercantil foi arrendada para a Companhia Brasileira de Multimídia, que deu continuidade à exploração do jornal. O valor pago a título de arrendamento da valiosa marca permitiria que os credores trabalhistas recebessem parte de seu crédito. No entanto, no curso do arrendamento estabeleceu-se uma disputa que alegava que a Companhia Brasileira de Multimídia seria sucessora do passivo trabalhista anteriormente acumulado. Ante o risco de ser chamada a pagar a integralidade da expressiva dívida, o contrato de arrendamento foi resolvido, e a marca devolvida ao seu titular. A marca deixou de gerar valor de *going concern*, e o seu valor de liquidação era nulo. Como o proprietário da marca não possuía condições financeiras de continuar a explorá-la, a marca ficou sem valor algum. A consequência foi que os credores, que receberiam algum valor em razão do arrendamento da marca pelo seu valor de *going concern*, acabaram por nada receber. Esse exemplo mostra como arranjos institucionais inadequados para lidar com problemas de insolvência conduzem a uma sensível piora no tratamento dispensado a credores de empresa insolvente.

<sup>18</sup> Desenvolvendo esse argumento, ver o voto do Ministro Relator na STF, ADI 3.934, Tribunal Pleno, j. 27.05.2009, m.v., rel. Min. Ricardo Lewandowski.

capricho do legislador piora substancialmente a situação do devedor, de seus credores e de integrantes da comunidade que têm interesse em obter ganhos decorrentes do exercício de atividade econômica. Até o presente momento, no entanto, parte relevante da jurisprudência tem se inclinado a indeferir o processamento de recuperação judicial postulada por empresa inativa, sob o fundamento de que “[s]em exercício da atividade não há o que se preservar”.<sup>19</sup> No entanto, conforme foi acima demonstrado, mesmo que a empresa se encontre inativa pode haver valor de ativos específicos para se preservar e, até mesmo, maximizar. Esta maximização é feita no interesse dos credores, que poderão aumentar a taxa de recuperação de seu crédito, e de *stakeholders*, que desejam a manutenção ou retomada da exploração econômica de ativos específicos. Por essa razão, a inatividade não deveria se apresentar como um requisito à legitimação para postular-se recuperação judicial de empresas.

Já a regra de restrição do acesso de empresas *irregulares* ao processo de recuperação arrima-se em diverso fundamento e deve ser mantida. É que, conquanto a restrição de acesso de empresa irregular ao processo de recuperação judicial possa dificultar a maximização do

<sup>19</sup> Assim, ver TJSJ, AC 576.793-4/9-00, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, j. 27.08.2008, v.u., rel. Des. Romeu Ricupero (entendendo que se os documentos que instruem a petição inicial demonstrarem que a empresa está inativa, não há deferir-se o processamento da recuperação judicial, pois “[s]em exercício da atividade não há o que se preservar.”); TJSJ, AC 659.056-4/0-00, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, j. 15.12.2009, v.u., rel. Des. Romeu Ricupero (entendendo que “[n]ão basta distribuir pedido de recuperação de empresa para obter, automaticamente, do Juízo, o despacho de processamento. Há que se ter alguma substância mínima, que, no caso, infelizmente, não há. Da definição legal de empresário constante do art. 966 do CC, colhe-se o aspecto essencial: só há empresário e, de consequente, empresa, se houver exercício de atividade econômica. Trata-se de verdadeiro requisito para a caracterização da empresa: sem exercício de atividade econômica não há empresa. Ora, como se pode inferir da leitura dos documentos encartados no processo, atualmente, nenhuma atividade operacional é exercida: não há mais empresa. Sem exercício da atividade não há o que se preservar.”). Em sentido contrário, ver TJRJ, AI 0033025-19.2011.8.19.0000, 10.<sup>a</sup> Câmara Cível, j. 25.01.2012, v.u., rel. Des. José Carlos Varanda (entendendo que “[e]mbora o pedido de recuperação judicial deva ser necessariamente instruído na forma do disposto no art. 51 da Lei 11.101/2005, na hipótese dos autos, apresentada a causa do seu estado de pré-insolvência, verifica-se que há, em razão da paralisação da empresa por quatorze anos, impossibilidade de apresentação de determinados documentos. Deferimento do processamento devidamente apoiado nas circunstâncias excepcionais”).

valor de seus ativos (com uma piora da situação de seus credores e de *stakeholders*), essa mesma restrição constitui um substancial incentivo para que as empresas mantenham em dia sua escrituração e divulguem adequadamente suas demonstrações financeiras. Caso um credor apresente um pedido de falência de empresa irregular, a empresa devedora não poderá defender-se apresentando pedido de recuperação judicial, a menos que ela comprove estar a exercer regularmente sua atividade. Ao manter-se regular, uma empresa divulga informações importantes aos seus credores e ao mercado, que, por exemplo, consultaram os balanços divulgados, os contratos sociais arquivados no registro de empresas. O registro atualizado e confiável de informações acerca de empresas desempenha uma relevante função no mercado de crédito, à medida que contribui para a redução de assimetria de informações, reduzindo o custo de crédito e financiamento de empresas.<sup>20</sup> Portanto, a regra que limita o acesso de empresas irregulares à recuperação judicial promove uma redução de assimetria de informações no mercado de crédito por meio da divulgação de informações regulares de empresas. A redução de assimetria de informações promove o mercado de crédito e contribui para a redução dos custos de financiamento de empresas, razão pela qual devem ser fomentadas medidas que contribuam para a redução de assimetria informacional. Por outro lado, essa mesma norma reduz as possibilidades de, em caso de crise, a empresa vir a maximizar o valor de seus ativos mediante a venda de ativos livre de sucessão. Portanto, essa norma é posta em detrimento do interesse dos credores e demais *stakeholders* da empresa em crise. Nesse conflito de fins promovidos por uma mesma norma, creio que a redução de assimetria de informação no mercado de crédito possui uma maior abrangência e, portanto, deve prevalecer. Essa ponderação empresta fundamento à norma segundo a qual empresas irregulares não se legitimam a postular recuperação judicial.

Do cotejo das hipóteses até aqui analisadas, verifica-se que são justificáveis restrições à legitimação para a postulação de recuperação judicial, contanto que elas promovam fins reputados mais relevantes e desejáveis do que os fins contidos no princípio da maximização do valor dos ativos da empresa em crise. Com efeito, não se deve admitir a mera restrição de acesso à recuperação judicial (que inviabiliza a

<sup>20</sup> O argumento é baseado no que foi desenvolvido por AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

maximização do valor dos ativos da empresa em crise) desprovida da promoção de outros fins que sejam reputados relevantes.

Esse mesmo postulado pode ser adotado para analisar-se o terceiro pressuposto de legitimação à recuperação judicial contido no *caput* do art. 48 da LRF, qual seja a necessidade de a empresa estar a exercer sua atividade a pelo menos dois anos. Este pressuposto de legitimação na LRF é atribuído à necessidade de adoção de algum critério temporal que permita aferir se a empresa devedora possui algum rasgo de viabilidade econômica a justificar sua pretensão à recuperação judicial. É que, de acordo com esse argumento, empresas constituídas a pouco tempo não teriam tido tempo suficiente para amadurecer uma atividade que fosse merecedora de ser tutelada pela recuperação judicial.<sup>21</sup> Conquanto o prazo de dois anos de exercício de atividade possa ser atribuído ao arbítrio do legislador, é relevante indagar-se acerca da sua capacidade de servir como indicador da viabilidade econômica da empresa, bem como se esse pressuposto se conaduna com a dinâmica de reestruturação de empresas em crise. Normas jurídicas, para que sejam reputadas constitucionais, devem possuir aderência com a realidade. Isto é, uma norma que verse sobre recuperação de empresas deve guardar aderência com a realidade empresarial, sob pena de ser inconstitucional por violar o postulado da razoabilidade.<sup>22</sup>

<sup>21</sup> Assim, ver TJSP, AC 0049663-60.2010.8.26.0100, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, j. 12.04.2011, v.u., rel. Des. Boris Kauffmann (julgando "[p]edido formulado por microempresa que exerce regularmente a atividade há menos de 2 (dois) anos. Sentença indeferindo a petição inicial. Recurso alegando a inconstitucionalidade do art. 48 da Lei 11.101/2005, ao vedar a recuperação judicial aos empresários e sociedades empresárias que estejam em funcionamento há menos de 2 (dois) anos. Princípio da igualdade. Inocorrência de violação. Prazo que se destina a assegurar um dos elementos aferidores da viabilidade da manutenção da empresa."); TJRS, AC 70042248872, 5ª Câmara Cível, j. 22.06.2011, v.u., rel. Des. Isabel Dias Almeida (decidindo que "[i]ncomprovada a atividade da empresa há mais dois anos, não há falar em processamento do pedido de recuperação judicial, por desatendido os requisitos elencados no art. 48 da Lei n.º 11.101/2005. Decreto de extinção do feito que se mantém.").

TJMT, AC 54275/2011, 1ª Câmara Cível, j. 14.11.2012, v.u., rel. Des. Orlando de Almeida Perri (decidindo que "[o] regime da recuperação de empresas somente se defere ao empresário regular, que se submeta os ditames legais dessa condição empresarial por um período de tempo suficientemente razoável à que se conheçam suas relações negociais, a fim de se esclarecer sobre a sua viabilidade econômica.").

<sup>22</sup> Sobre o tema, ver CAVALLI, Cássio. A compreensão jurídica do dever de razoabilidade. *Revista de Direito Constitucional e Internacional*, n. 50, p. 220-243, 2005.

A ausência de aderência da norma do art. 48 da LRF na realidade empresarial pode ser facilmente ilustrada mediante o recurso a singelo exemplo: Uma empresa com tradição em uma atividade específica buscou obter ganhos de escopo e investiu no desenvolvimento de mais uma atividade complementar. Para tanto fez investimentos em ativos específicos. Por não dominar a atividade complementar, a empresa acabou por perder seu foco e passou a ter perdas que impactam em seu fluxo de caixa. Como a administração dessa empresa lidará com essa situação de crise? Um dos caminhos é realizar uma cisão societária para preparar uma venda da atividade complementar e investir o valor da venda na atividade que a empresa domina. Essa é uma das formas pelas quais empresas se reestruturam na realidade, sem precisar recorrer à recuperação judicial. Em situações análogas, no entanto, um credor mais açodado pode ajuizar execução antes de concluída a venda da companhia resultante da cisão. O ajuizamento da execução pode causar o vencimento antecipado e cruzado de obrigações e garantias (*cross-default*) das empresas devedoras, onerando excessivamente seu já prejudicado fluxo de caixa. Como consequência, as duas empresas (a originária e a resultante da cisão) podem se ver forçadas a ajuizar recuperação judicial em litisconsórcio ativo facultativo para suspender as execuções e preparar a venda de ativos. No entanto, a empresa resultante da cisão terá menos de dois anos de existência e, portanto, menos de dois anos de exercício de atividade. Com efeito, de acordo com o equivocado teor literal do art. 48 da LRF, esta a empresa não poderá postular recuperação judicial. Se levada as suas últimas consequências, essa malsinada regra constituiria forte incentivo para empresas deixarem de utilizar cisões societárias como mecanismos de reestruturação. Por isso, a regra do art. 48 da LRF segundo a qual somente se legitima a postular recuperação judicial empresa que exerça sua atividade a pelo menos dois anos é destituída de qualquer fundamento, e a remissão à discricionariedade do legislador em eleger um período mínimo de exercício de empresa como indicador de sua viabilidade não sana essa ausência de fundamento, já que há incontáveis situações, como a narrada no exemplo acima, em que a necessidade de se postular recuperação judicial não guarda relação alguma com o prazo pelo qual a empresa devedora está a exercer sua atividade. E regras destituídas de fundamento, ou cujo único fundamento é o capricho do legislador, são inquinadas de inconstitucionais por não atenderem ao postulado da razoabilidade.

Na jurisprudência são encontrados diversos casos em se admite pedido de recuperação judicial de empresa que exerce a atividade há menos de dois anos mas é integrante de grupo societário constituído há mais de dois anos é dispensada da exigência do art. 48 da LRF.<sup>23</sup> Subjaz a essa linha decisória o reconhecimento, ainda que não explicitado, de que a regra do art. 48 da LRF é destituída de fundamento. Agora, cumpre dar-se o passo seguinte e reconhecer-se que essa regra é destituída de fundamento mesmo para as empresas unissocietárias. Esse passo, no entanto, passa pelo necessário enfrentamento da questão central abordada neste artigo, qual seja a análise da viabilidade econômica da empresa como pressuposto ao deferimento do processamento da recuperação judicial.

Há diversas decisões que, arrimadas na literalidade da norma contida no art. 48 da LRF, não admitem pedido de recuperação judicial de empresa que não exerça atividade econômica a pelo menos dois anos, uma vez que esse prazo “se destina a assegurar um dos elementos aferidores da viabilidade da manutenção da empresa.”<sup>24</sup> É que, consoante essa linha argumentativa, o “regime da recuperação de empresas somente se defere ao empresário regular, que se submeta os ditames legais dessa condição empresarial por um período de tempo suficientemente razoável à que se conheçam suas relações negociais, a fim de se esclarecer sobre a sua viabilidade econômica.”<sup>25</sup>

Essa linha decisória suscita duas relevantes questões.

A primeira questão diz respeito a se o exercício da atividade por prazo mínimo de constitui um índice seguro para afirmar se a empresa

<sup>23</sup> Nesse sentido, ver TJSP, AI 604.160-4/8-00, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, j. 04.03.2009, v.u., rel. Des. Pereira Calças (decidindo que “[o] requisito do art. 48, caput, da Lei 11.101/2005, ‘exercício regular das atividades empresariais há mais de dois anos no momento do pedido de recuperação judicial’, não exige inscrição na Junta Comercial por tal período mínimo. Integrando a requerente da recuperação judicial grupo econômico existente há 15 anos, e sendo constituída há menos de dois anos mediante transferência de ativos das empresas do grupo para prosseguir no exercício de atividade já exercida por tais empresas, é de se ter como atendido o pressuposto do biênio mínimo de atividade empresarial no momento do pedido”). Em sentido análogo, ver, também, TJSP, AC 659.056-4/0-00, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, j. 15.12.2009, v.u., rel. Des. Romeu Ricupero.

<sup>24</sup> TJSP, AC 0049663-60.2010.8.26.0100, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, j. 12.04.2011, v.u., rel. Des. Boris Kauffmann.

<sup>25</sup> TJMT, AC 54275/2011, 1ª Câmara Cível, j. 14.11.2012, v.u., rel. Des. Orlando de Almeida Perri.

que postula recuperação judicial é ou não economicamente viável. Ao meu sentir, o tempo de exercício da atividade não é indicador seguro acerca da viabilidade econômica da empresa. Há empresas que podem entrar em crise imediatamente após a sua constituição, mas que podem ser viáveis; e há empresas que podem entrar em crise décadas após a sua constituição e serem inviáveis. Ou seja, o período mínimo de exercício da atividade não carrega consigo nenhuma informação relevante acerca da viabilidade ou não da empresa, razão pela qual deve ser afastado.

A segunda questão, a meu ver mais geral e de maior relevância, diz respeito a se se deve perscrutar acerca da viabilidade econômica da empresa como pressuposto ao deferimento do processamento da recuperação judicial. Por possuir maior abrangência e relevância do que a primeira, essa questão será enfrentada na próxima Seção.

### 5.3. A análise da viabilidade econômica da empresa como pressuposto ao deferimento do processamento da recuperação judicial

A afirmação dos pressupostos de legitimação à postulação de recuperação judicial possibilita que se identifique, no mundo real, quais empresas podem utilizar a recuperação judicial como ferramenta para enfrentar uma crise econômica ou financeira. Com efeito, o resultado da interpretação dos pressupostos de legitimação resultará na *fattispecie* de empresa legitimada a postular recuperação judicial. Na tarefa da interpretação, compete ao jurista construir um sistema jurídico capaz de captar a realidade econômica e discipliná-la adequadamente. Numa palavra, a construção de *fattispecies* é feita mediante uma ordenação tipológica da realidade com vistas a uma determinada finalidade normativa. Conforme observa Tullio Ascarelli, a “lamentada inadequação do ordenamento jurídico vigente em relação à realidade econômica (ou seja, acerca das exigências largamente compartilhadas em relação à disciplina da realidade econômica atual) é, na minha modesta opinião, fruto da própria falta de individuação de uma conveniente disciplina jurídica, por sua vez devida à falta de uma reconstrução tipológica da realidade mais aderente ao momento atual e da consequente elaboração de disciplinas jurídicas adequadas; à dificuldade, sempre presente, daquela ‘fantasia’ ainda necessária para individuar uma disciplina, para traduzir em fórmulas suscetíveis de aplicação uma exigência sentida

como justa.”<sup>26</sup> Por esse motivo, conforme pude observar noutra oportunidade, a aderência do sistema jurídico à realidade social demanda que a qualificação jurídica de uma dada realidade não deva recorrer meramente à vontade do legislador. É necessária a atuação valorativa do intérprete, que cuidará de ajustar a *fattispecie* ao complexo de fatores operantes na experiência jurídica em consonância com uma dada finalidade normativa.<sup>27</sup>

No que respeita à tarefa de construção do conceito jurídico de empresa legitimada a postular recuperação, deve o intérprete buscar ordenar os índices reais da empresa em crise com vistas à finalidade normativa de sujeitar a empresa em crise a um processo de insolvência que forneça mecanismos capazes de contribuir para a solução da situação de insolvência, dispensando aos credores e demais *stakeholders* um tratamento que melhor atenda às suas necessidades.

Afirmadas essas premissas metodológicas, cumpre questionar-se se empresas consideradas inviáveis devem ser privadas de postular recuperação judicial. A tarefa não é simples, uma vez que própria expressão “empresa inviável” é multifacetária e prenhe de significados que dificultam a sua apreensão.<sup>28</sup> O enfrentamento da questão remete à própria alteração por que passou o sistema de direito concursal brasileiro com a promulgação da LRF.

Consoante a autorizada lição de Sheila Neder Cerezetti,<sup>29</sup> o direito concursal brasileiro sofreu uma virada copernicana com a promulgação da LRF, que incluiu a preservação da empresa como um de seus objetivos principais, superando o monismo liquidatório que marcou as anteriores legislações. Essa virada copernicana foi acompanhada de uma outra alteração que possui um significado e alcance fundamentais para a promoção da preservação da empresa: a atribuição aos credores

<sup>26</sup> ASCARELLI, Tullio. Norma giuridica e realtà sociale. In: (Ed.). *Problemi giuridici*. Milano: Giuffrè, I, 1959. p.69-111, 109-110.

<sup>27</sup> CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 245.

<sup>28</sup> Sobre a teoria da empresa na recuperação judicial, ver CAVALLI, Cássio. A teoria da empresa na recuperação judicial. In: CEREZETTI, Sheila Christina Neder e MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Ed.). *Dez anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*. 1.ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.197-234..

<sup>29</sup> CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 79 e ss.

res do poder de decidir acerca da viabilidade econômica da empresa. Com efeito, o resgate da noção contratual da recuperação judicial (ou do conteúdo de *concordata*, de acordo, que o processo de concordata disciplinado pelo Dec.-lei 7.661/45 havia perdido) apresenta-se como instrumental à promoção do fim de preservação de empresas; e essa relação de instrumentalidade, de meio-fim, deve ser colocada em plena luz para que se possa valorar adequadamente o sistema de direito concursal e as normas de restrição de acesso de determinadas empresas ao processo de recuperação judicial.

A relevância do papel exercido pelos credores na aferição da viabilidade econômica da empresa, e a sua instrumentalidade em relação a preservação da empresa, pressupõe que se compreendam alguns critérios adotados para avaliação de empresas. No clássico *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Thomas Jackson<sup>30</sup> recorre à analogia de um açude para explicar os diferentes critérios de avaliação de uma empresa. em consonância com a analogia, uma empresa (que de acordo com a economia neoclássica é um conjunto de bens de produção<sup>31</sup>) poderia ser descrita como se fosse um açude, no qual há peixes (ativos). Imagine que um pescador pudesse pescar todos os peixes desse açude para, em seguida, vendê-los a à beira de uma estrada a transeuntes. A venda fragmentada dos peixes rende ao pescador, suponha-se, a importância de \$ 100. Como o pescador pescou todos os peixes do açude, não há mais peixes a pescar, nem há a possibilidade de o açude gerar mais peixes. O valor econômico do açude foi esgotado. É isso o que ocorre com uma empresa quando se procede a uma liquidação, que é a venda fragmentada de seus ativos. Por essa razão, diz-se que o valor de \$ 100 no exemplo corresponde ao valor de liquidação da empresa. Entretanto, se o pescador não pescasse a integralidade dos peixes do açude, mas apenas metade dos peixes. Esse pescador obteria \$ 50 pela venda dos peixes que pescou. Os demais peixes ficariam no açude e, assumindo que se reproduzissem em uma taxa anual que repusesse o quanto fora pescado, o pescador poderia retornar ao açude no ano seguinte para pescar novamente a metade dos peixes, que, *ceteris paribus*, venderia por \$ 50, e assim sucessivamente. Ao final de dez anos, o pescador teria sido

capaz de pescar o equivalente a \$ 500. A possibilidade de obter-se \$ 500 em dez anos possui um valor presente de, vamos dizer, \$ 400. Isto é, um investidor pode se interessar em pagar \$ 400 hoje para adquirir o direito de receber \$ 500 em dez anos. Com efeito, o valor líquido presente do açude é de \$ 400. Observe-se que esse valor é distinto do que se obtém pela liquidação do açude. O valor de \$ 400 pressupõe o açude sendo utilizado de modo a que os peixes se reproduzam. Noutras palavras, pressupõe uma operação. Por esse motivo, fala-se em valor de operação (*going concern value*). O mesmo açude, isto é, a empresa, terá distintos valores se for liquidado ou tratado como um *going concern*.

Credores de uma empresa buscam fundamentalmente recuperar o seu crédito.<sup>32</sup> Quanto maior o valor da empresa, maior a probabilidade de os credores recuperarem uma maior parcela de seu crédito. A recuperação judicial de empresas permite ao conjunto de credores aferir se a empresa em crise vale mais operando ou liquidada. Se a empresa possuir maior valor operando, diz-se que a empresa é economicamente viável e os credores tenderão a decidir pela manutenção da operação da empresa; se a empresa possuir maior valor liquidada, diz-se que a empresa é economicamente inviável e os credores tenderão a preferir a liquidação da empresa.

Tanto o antigo regime da concordata, quanto o da recuperação judicial, são voltados a decidir pela adoção de mecanismos que possibilitem manter-se o valor de *going concern* da empresa ou, caso o valor de liquidação seja maior, possibilitem a liquidação da empresa. Em outras palavras, em ambos os casos a decisão envolve aprovar-se a recuperação ou rejeitar-se a recuperação e convolar-se a recuperação judicial (ou a antiga concordata) em falência. Essa decisão é tomada, ao menos em tese, levando-se em conta o valor da empresa reorganizada e o valor da empresa liquidada. Ou seja, faz-se uma análise da viabilidade econômica da empresa reorganizada e do seu valor, bem como do valor da mesma empresa liquidada. Na concordata, essa decisão era confiada ao juiz, ao passo que na recuperação judicial ela é confiada aos credores. De acordo com a disciplina da recuperação judicial positivada pela LRF, a avaliação da empresa compete aos credores, cuja escolha será cristalizada em uma

<sup>30</sup> JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washinton, D.C.: Beard Books, 1986 [reimpressão de 2001], p. 11 e ss.

<sup>31</sup> CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 155.

<sup>32</sup> Não se ignora que credores da empresa podem ser motivados por outras razões, como a manutenção dos postos de emprego no caso dos credores trabalhistas. No entanto, o diverso fundamento da motivação dos credores na recuperação judicial não afeta o raciocínio aqui desenvolvido.

deliberação assemblear acerca da aprovação ou rejeição do plano de recuperação judicial. Os credores e *stakeholders* que se relacionam com a empresa optam pela alternativa que maximize o valor da empresa, de modo a maximizar a satisfação dos interesses dos credores e *stakeholders*. O consenso doutrinário acerca do fracasso da concordata, isto é, da incapacidade da concordata em satisfazer credores ou recuperar empresas, sugere que essa característica da recuperação judicial deve ser levada a sério pelos intérpretes, sob pena de desfigurar-se o instituto e, sobretudo, a função econômica que ele deve desempenhar. É que um juiz, por mais qualificado que seja, jamais reunirá as informações necessárias acerca do valor da empresa reorganizada e do valor da empresa liquidada. Essas informações encontram-se esparidas de um tal modo que inexistente indivíduo capaz de reuni-las e processá-las integralmente. Cada indivíduo que se relaciona com a empresa tem acesso a um fragmento das informações relativas ao valor da empresa. O conjunto de indivíduos que se relacionam com a empresa tem condições de formar um melhor retrato sobre o valor da empresa. Veja-se, eu disse um melhor retrato, e não um retrato perfeito. Por isso, ao confiar-se a decisão sobre a aprovação da recuperação judicial ou a sua convocação em falência a um amplo conjunto de indivíduos, assegura-se maiores probabilidades de se tomar uma melhor decisão. Em síntese, jamais apenas uma pessoa, seja o juiz, seja o perito por ele nomeado, terá condições de aferir se a empresa é ou não economicamente viável.

Ademais, não há como determinar-se *in limine*, no momento do deferimento do processamento da recuperação judicial, se uma empresa é economicamente viável ou inviável. Esse ponto pode ser mais bem explicado mediante o recurso ao caso dos *buggy whip makers*, os fabricantes de chicotes para charretes. No século XIX, nos EUA, havia aproximadamente 40 mil fabricantes de chicotes para charretes. Com a virada do século e o início da produção em massa de automóveis, as pessoas deixaram de andar de charretes e a demanda por chicotes caiu drasticamente. Os fabricantes de chicotes entraram em crise, e seus credores tinham que decidir se as empresas valiam mais operando, após uma reorganização, ou liquidadas. Parece intuitivo que empresas fabricantes de chicotes não possuem um futuro muito alvissareiro em um mundo onde charretes não são mais utilizadas e não há demanda por chicotes. Ou seja, não faz sentido manter um fabricante de chicotes operando e, portanto, a opção intuitiva é que se deve liquidá-lo. Entretanto, mesmo empresas que, num primeiro olhar, são economi-

camente inviáveis podem ter à sua frente uma administração talentosa capaz de encontrar um novo ramo para atuar, gerar valor e convencer os credores disso. Bem claramente, empresas aparentemente inviáveis (incluídas aqui as empresas inativas), podem passar por um *spin-off* e encontrar outro segmento de mercado onde seja capaz de gerar valor. Uma fabricante de chicotes para charrete pode continuar a gerar valor passando a produzir chicotes para esportes hípicas, por exemplo. Ou seja, mesmo que uma empresa em crise fosse ou aparentasse ser economicamente inviável, isso não deveria ser empecilho para que ela postulasse recuperação judicial e tivesse deferido o processamento de sua recuperação, uma vez que a recuperação judicial pode fornecer o ambiente necessário para que se realize um *spin-off* capaz de viabilizar a geração de valor de *going concern*. A inviabilidade econômica (ou a incapacidade da administração da empresa em convencer os credores acerca da viabilidade econômica da empresa) é algo que deve ser apreciado pelos credores no momento de aprovar-se, ou não, o plano de recuperação judicial.

O sistema de direito concursal positivado pela LRF possui uma outra característica a recomendar que se evite a adoção de filtros que podem retardar o deferimento do processamento da recuperação judicial: a ausência de regras de suspensão automática de execuções contra a empresa devedora, chamada pelos norte-americanos de *automatic stay*. No nosso sistema recuperacional, cujo modelo foi pretensamente importado do direito norte-americano, não se adotou a regra do *automatic stay*. No sistema recuperacional norte-americano, são suspensas todas as ações e execuções contra a empresa devedora a partir do momento do protocolo de distribuição da ação de recuperação judicial. No sistema recuperacional brasileiro, as ações e execuções somente serão suspensas se e quando houver o deferimento do processamento da recuperação judicial. Ou seja, o *stay* é condicionado ao pronunciamento judicial de deferimento do processamento da recuperação judicial. Portanto, no sistema brasileiro, há um *conditional stay*, para utilizar-se de expressão que denota uma suspensão condicional das ações e execuções. Com efeito, realizar-se qualquer teste de viabilidade econômica da empresa como requisito para o deferimento do processamento da recuperação judicial apenas retarda o deferimento do processamento da recuperação judicial. E esse retardamento, ainda que mínimo, pode ser decisivo para a irrecuperabilidade da empresa devedora, uma vez que execuções podem ser ultimadas no interregno havido entre a distribuição e o

deferimento do processamento da recuperação judicial. Quanto maior a demora para suspender as ações e execuções, maior será a perda de valor operacional da empresa. Portanto, menores serão as possibilidades de preservação ou maximização do valor da empresa. Com efeito, o teste *in limine* acerca da viabilidade econômica da empresa vai contra o próprio princípio da preservação da empresa e conduz a consequências mais graves uma vez que no nosso sistema inexistente *automatic stay*. A situação é análoga à do acidentado que chega ao hospital de pronto socorro buscando atendimento. Ao invés de ser prontamente atendido, somente será admitido a ingressar no hospital se for realizado um exame que demonstre que, apesar de acidentado, é um “paciente viável”. Mas quanto mais se demora para conduzir-se o teste de viabilidade, menor será a probabilidade de o paciente continuar viável.

Outra consideração que deve ser sopesada na interpretação dos filtros impostos à legitimação à postulação da recuperação judicial consiste no fato de que nenhuma empresa pede recuperação judicial sem necessitar. Se uma empresa postula recuperação judicial é porque deve estar a necessitar. É bom lembrar que o pedido de recuperação judicial acarreta severos impactos para a empresa em crise. Os mais relevantes são de ordem reputacional e regulatória. A recuperação judicial sinaliza que a empresa dificilmente conseguirá honrar obrigações decorrentes de novos contratos a crédito. Isto para não falar do risco de a recuperação judicial ser convolada em falência. Com efeito, a empresa que pede recuperação judicial sofre inequívocos efeitos reputacionais a reduzir suas opções de financiamento. A esses efeitos reputacionais juntam-se outros de ordem regulatória. Conforme a Resolução BCB 2.682, de 21 de dezembro de 1999, a classificação de risco das operações de crédito bancária com empresas em recuperação atinge o patamar mais elevado (art. 1º, IX, c/c art. 2º, da Res. BCB 2.682/1999). Esse fato conduz a que as instituições bancárias que concederem crédito à empresas em recuperação judicial são obrigadas a provisionar a integralidade do valor mutuado (art. 6º da Res. BCB 2.682/1999). Por conseguinte, um pedido de recuperação judicial aumenta significativamente o custo de financiamento bancário de empresas. Os demais credores operacionais da empresa em crise, conquanto não estejam sujeitos aos limites regulatórios das instituições financeiras, igualmente restringem o crédito de empresas em recuperação judicial, com o propósito de reduzir o prejuízo relativo ao ciclo de fornecimento que não foi pago pela empresa devedora. O raciocínio que orienta a decisão do fornecedor é

simples: se a empresa não foi capaz de pagar o crédito relativo a um ciclo de fornecimento, ela provavelmente não será capaz de pagar valores relativos a novo ciclo de fornecimento de insumos a crédito. Por conseguinte, fornecedores limitam sensivelmente o crédito de empresa em recuperação judicial e passam a fornecer somente mediante pagamento antecipado. Dadas as consequências de um pedido de recuperação judicial, a empresa que pede recuperação judicial muito provavelmente está em crise e necessita da proteção da recuperação judicial. Mas e se não estiver? Ou se estiver utilizando a recuperação judicial apenas estrategicamente, com o propósito de prejudicar credores, ou, pior, para desviar bens e fraudar credores?

Neste caso, deve-se igualmente deferir o processamento da recuperação judicial. Uma vez em recuperação judicial, amplia-se a possibilidade de os credores monitorarem a empresa devedora. Assim, se a empresa e sua administração atuarem de modo a prejudicar credores, poderá o juiz afastar a administração da empresa nos termos do art. 64 da LRF. Ademais, quanto pior for o comportamento da empresa e seus administradores, maior será a probabilidade de os credores rejeitarem o plano e de a recuperação ser convolada em falência. Os atos praticados em violação à LRF, a exemplo dos indicados no art. 66 da LRF, serão nulos. E mesmo os que não forem nulos serão ineficazes perante a massa falida, em razão dos arts. 99, II, e 129 da LRF. Não se deve admitir a utilização estratégica da recuperação judicial com o propósito de desviar ativos de credores.

Ademais, a noção de que a viabilidade econômica da empresa deve ser aferida *in limine* como pressuposto à legitimação ao pedido de recuperação judicial conduz a um paradoxal estreitamento da janela de admissão de um pedido de recuperação judicial. Digo paradoxal estreitamento porque, se a empresa for economicamente inviável, seu pedido tenderá a ser rejeitado. Entretanto, se for constatado que a empresa é viável, pode-se acabar por indeferir o processamento da recuperação judicial sob o fundamento de que a empresa não está em crise. Foi o quanto ocorreu no caso Simbal/Darom,<sup>33</sup> em que, postulada recuperação judicial em litisconsórcio ativo, o juízo deferiu o processamento da recuperação. Essa decisão foi objeto de agravo de instrumento, que, dentre outros temas, sustentava ausência de in-

<sup>33</sup> TJPR, Liminar em Mandado de Segurança 1447171-3, 17ª Câmara Cível, j. 21.10.2015, rel. Des. Rosana Fachin.

teresse de agir, uma vez que não haveria crise econômico-financeira das empresas postulantes da recuperação judicial. A relatora negou efeito suspensivo ao agravo.<sup>34</sup> O agravante interpôs mandado de segurança, que foi liminarmente concedido e, posteriormente, cassado. No caso Simbal/Darom a análise da viabilidade econômica *in limine* foi realizada para dizer que, ante a inexistência de comprovação da crise empresarial, não deveria ser deferido o processamento de recuperação judicial. Do cotejo da prática forense de exigir-se perícia prévia para aferir a viabilidade da empresa postulante de recuperação judicial, com o quanto foi decidido no caso Simbal/Darom, pode-se questionar, afinal: para ser deferido processamento da recuperação judicial a empresa não pode ser inviável? Isto é, a empresa deve ser viável? Mas, se a empresa for viável, poderá obter deferimento do processamento da recuperação judicial?

Tanto uma prática quanto outra, em minha opinião, apenas demonstram que a análise da viabilidade econômica da empresa não deve ocorrer como requisito para o deferimento do processamento da recuperação. A análise da viabilidade econômica da empresa deve ser realizada, pelos credores, em sede de assembleia-geral de credores, para decidir-se se o plano de recuperação será aprovado ou se, rejeitado, a recuperação judicial será convolada em falência.

## 5.4. Conclusão

O teste da viabilidade econômica para fins de deferimento do processamento da recuperação judicial não se encontra positivado na Lei 11.101/05. Pelo contrário, o art. 52 da LRF estabelece que “estando em termos a documentação exigida no art. 51 desta Lei, o juiz deferirá o processamento da recuperação judicial”. Conforme a jurisprudência consolidada nos tribunais, este comando normativo impõe, para o deferimento do processamento da recuperação, que se realize mera análise formal, não material, dos documentos indicados no art. 51 da LRF. Assim, por exemplo, basta que se encontrem presentes documentos intitulados “balanços”, que possuam conteúdo de balanço, sem que se exija a análise do conteúdo desses documentos. Noutras palavras, não há que auditar-se os balanços por ocasião do deferimento do processamento da recuperação judicial.

<sup>34</sup> TJPR, AI 1.415.385-0, 18ª Câmara Cível, j. 28.08.2015, Des. Denise Antunes.

Há uma razão para tanto, que foi timidamente acolhida pelo legislador brasileiro: quaisquer delongas no início de um caso de recuperação judicial pode causar graves prejuízos ao valor da empresa devedora e, por consequência, aos credores e *stakeholders*. Para evitar-se essa indesejável consequência, no direito norte-americano há a regra do *automatic stay* a proteger a empresa e seus *stakeholders* imediatamente após a distribuição do pedido, sem que se exija previamente a realização de testes sobre a viabilidade econômica. No Brasil, inexistente regra de *automatic stay*, uma vez que a suspensão das ações e execuções está condicionada ao deferimento do processamento da recuperação judicial. Essa característica torna mais relevante ainda o célere deferimento do processamento da recuperação.

Perícias prévias não são capazes de aferir acerca de viabilidade econômica de empresa nenhuma. O perito, por mais competente que seja, jamais conseguirá reunir informações completas sobre a viabilidade da empresa mediante a análise de balanços e documentos contábeis. E mesmo que concluisse que a empresa é economicamente inviável, isso não afasta as hipóteses de *spin-off* realizado como meio de recuperação judicial. Ou seja, a recuperação judicial pode vir a criar valor de *going concern* onde anteriormente não havia. E mesmo que não se adote o *spin-off* como meio de recuperação judicial, e que a sociedade devedora se revele inviável em sua estrutura de capital, a recuperação judicial possibilita que se realize uma venda de ativos estratégicos e específicos a maior valor, permitindo que terceiros invistam nesses ativos para iniciar ou dar continuidade à exploração de atividade econômica, em benefício de credores e *stakeholders*.

Por fim, o processamento de recuperação judicial não deve ser indeferido sob o argumento de que o devedor está a utilizar estrategicamente o pedido como forma de prejudicar credores. Se devedores que postulam recuperação judicial praticam atos de desvio de patrimônio e fraudes, as ferramentas mais adequadas para proteger-se os credores e *stakeholders* são as encontradas no direito concursal, que tratam da maior fiscalização da empresa pelo juízo recuperacional e pelos credores, da possibilidade de afastamento da administração da empresa, da revocação de atos fraudulentos e, por fim, da possibilidade de convalidação da recuperação judicial em falência, caso o *debtor-in-possession* não se mostre apto a apresentar e negociar um plano em boa fé.

A convalidação da recuperação judicial em falência, aliás, não deve ser entendida como o fracasso da recuperação judicial. Esta é uma

visão equivocada do instituto da recuperação judicial, segundo a qual o processo de recuperação judicial de empresas serve para “recuperar empresas”, enquanto o processo falimentar serviria para “liquidar” empresas.

Tanto a recuperação judicial como a falência servem para lidar com problemas de insolvência, sendo que na primeira reserva-se um maior espaço para a atuação do devedor e dos credores na negociação e implementação de um plano, ao passo que na segunda a LRF apresenta um “plano” falimentar pré-definido, sem que os credores e o devedor possuam grande margem de discricionariedade para alterá-lo. Com efeito, a convolação da recuperação judicial em falência não é o signo do insucesso, mas apenas de mais uma etapa que determinados casos de insolvência devem percorrer.

## Referências

- AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ASCARELLI, Tullio. Norma jurídica e realtà sociale. In: (Ed.). *Problemi giuridici*. Milano: Giuffrè, v.I, 1959. p.69-111.
- AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013.
- BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. The end of bankruptcy. *Stanford Law Review*, v. 55, p. 751-789, 2002.
- CAVALLI, Cássio. Apontamentos sobre a teoria do estabelecimento empresarial no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, v. v. 858, p. 30-47, 2007.
- CAVALLI, Cássio. A compreensão jurídica do dever de razoabilidade. *Revista de Direito Constitucional e Internacional*, n. 50, p. 220-243, 2005.
- CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013.
- CAVALLI, Cássio. A teoria da empresa na recuperação judicial. In: CERZETTI, Sheila Christina Neder e MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Ed.). *Dez anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*. 1.ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.197-234.
- CERZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência*. São Paulo: Malheiros, 2012.
- EIDENMULLER, Horst. Trading in times of crisis: formal insolvency proceedings, workouts and the incentives for shareholders/managers. *European Business Organization Law Review*, v. 7, n. 1, p. 239-258, 2006.

JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washinton, D.C.: Beard Books, 1986 [reimpressão de 2001].

NORTH, Douglass C. *Institutions, institutional change and economic performance*. 23. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fábio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar. In: ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy, et al (Ed.). *10 anos de vigência da Lei de recuperação e Falência*. São Paulo: Saraiva, 2015. p.379-419.

VIVANTE, Cesare. *Il fallimento civile*. Torino: Fratelli Bocca Editori, 1902.