



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS  
ESCOLA DE DIREITO, NEGÓCIOS E COMUNICAÇÃO  
NÚCLEO DE PRÁTICA JURÍDICA  
COORDENAÇÃO ADJUNTA DE TRABALHO DE CURSO  
ARTIGO CIENTÍFICO

**A RELAÇÃO ENTRE CUSTOS DIRETOS E PASSIVOS NEGOCIÁVEIS EM UMA  
RECUPERAÇÃO JUDICIAL**  
ESTUDO DE CASOS MOSTRA QUE OS CUSTOS DIRETOS DE UMA RECUPERAÇÃO  
SÃO MENORES QUE O DESÁGIO OBTIDO NA NEGOCIAÇÃO COM CREDORES

ORIENTANDO (A): RAFAEL VON ZUBEN DURANTE  
ORIENTADORA: PROFA. DRA. FERNANDA MOI

GOIÂNIA-GO  
2023

RAFAEL VON ZUBEN DURANTE

**A RELAÇÃO ENTRE CUSTOS DIRETOS E PASSIVOS NEGOCIÁVEIS EM UMA  
RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

ESTUDO DE CASOS MOSTRA QUE OS CUSTOS DIRETOS DE UMA RECUPERAÇÃO  
SÃO MENORES QUE O DESÁGIO OBTIDO NA NEGOCIAÇÃO COM CREDORES

Artigo Científico apresentado como requisito para  
obtenção do Grau de Bacharel em Direito, à disciplina  
Trabalho de Curso II, da Escola de Direito, Negócios e  
Comunicação da Pontifícia Universidade Católica de  
Goiás. Orientadora: Profa. Dra. Fernanda Moi.

GOIÂNIA-GO

2023

RAFAEL VON ZUBEN DURANTE

**A RELAÇÃO ENTRE CUSTOS DIRETOS E PASSIVOS NEGOCIÁVEIS EM UMA  
RECUPERAÇÃO JUDICIAL**  
ESTUDO DE CASOS MOSTRA QUE OS CUSTOS DIRETOS DE UMA RECUPERAÇÃO  
SÃO MENORES QUE O DESÁGIO OBTIDO NA NEGOCIAÇÃO COM CREDORES

Data da Defesa: \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA

---

Orientadora: Profa. Dra. Fernanda Moi

---

Examinadora Convidada: Profa. Dra. Helena Beatriz de Moura Belle

## **SUMÁRIO**

### **INTRODUÇÃO**

#### **1. LEI DA RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E FALÊNCIAS**

1.1. FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA E PRINCÍPIO DA PRESERVAÇÃO

1.2. FALÊNCIA DA EMPRESA

1.3. REORGANIZAÇÃO DA EMPRESA

#### **2. CUSTOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

2.1. ATIVOS

2.2. PASSIVOS

#### **3. ESTUDO DE CASOS**

3.1. CERVEJARIA MALTA LTDA.

3.2. ALPEX ALUMÍNIO S/A

3.3. GRUPO TERMAQ

3.4 RESPOSTA À PROBLEMÁTICA POSTA

### **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

### **TABELAS**

# **A RELAÇÃO ENTRE CUSTOS DIRETOS E PASSIVOS NEGOCIÁVEIS EM UMA RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

**ESTUDO DE CASOS MOSTRA QUE OS CUSTOS DIRETOS DE UMA RECUPERAÇÃO  
SÃO MENORES QUE O DESÁGIO OBTIDO NA NEGOCIAÇÃO COM CREDORES**

Rafael Von Zuben Durante<sup>1</sup>

Este artigo científico trata da recuperação judicial, um instrumento jurídico utilizado na reestruturação do empresário e da sociedade empresária em dificuldades financeiras, permitindo que elas permaneçam em atividade. O processo de recuperação judicial permite que a empresa em crise possa renegociar suas dívidas e pagar seus credores de forma escalonada, sem precisar encerrar suas operações. Muitos operadores do direito enxergam a recuperação judicial com ressalvas, principalmente pelos altos custos envolvidos. Por essa razão, embora sem a pretensão de esgotar o tema, o presente artigo mostra que, embora os custos sejam de fato elevados, eles ainda representam uma fração das dívidas que são renegociadas durante o processo. Além disso, a RJ permite a continuidade das atividades da empresa, algo que não ocorre no processo falimentar – que, em muitos casos, acaba sendo a única opção à sociedade empresária além da reestruturação assistida pela justiça. O artigo objetiva demonstrar que a recuperação judicial é menos amarga do que sua reputação sugere, por meio de evidências tangíveis e verificáveis. Para isso, a metodologia utilizada foi o estudo de três casos concretos, nos quais foram comparados os custos diretos que incidiram sobre esses processos e o deságio total obtido na negociação com os credores concursais após a aprovação do Plano de Recuperação Judicial. O estudo propõe uma mudança de olhar para o instituto da recuperação judicial, analisando sua viabilidade sob a ótica da relação entre seus custos e o volume total dos passivos que precisam ser negociados no processo. O artigo conclui que a Recuperação Judicial não deve ser vista como um problema para a empresa recuperanda, mas sim como parte da solução.

**Palavras-chave:** Custos Diretos. Recuperação Judicial. Deságio na Negociação com Credores.

<sup>1</sup> Acadêmico do Curso de Direito da Pontifícia Universidade Católica de Goiás. Natural de Campinas (SP). Iniciou a graduação no primeiro semestre de 2021. Formado em Jornalismo pela Faculdade Cásper Líbero e especialista em Gestão Estratégica de Negócios pela Unicamp, respondeu como consultor pela área de comunicação relacionada a patrocínios esportivos de mais de 150 empresas entre os anos de 1998 e 2018. Também atuou em comunicação empresarial e Gestão Esportiva, tendo conquistado vitórias e títulos internacionais como gestor de carreira de atletas e equipes brasileiras em competições automobilísticas.

## INTRODUÇÃO

A recuperação judicial é um instrumento jurídico que tem por finalidade regular a reestruturação de empresas em dificuldades financeiras, permitindo que elas se mantenham em atividade. Com isso, ficam preservadas a função social do negócio, sua participação na economia e, principalmente, os empregos gerados. Esse processo permite que a empresa em crise possa renegociar suas dívidas e pagar seus credores de forma escalonada, sem precisar encerrar suas operações.

Muito embora seja um instituto jurídico válido, muitos operadores do direito enxergam a Recuperação com ressalvas. Entre os advogados, principalmente entre os que atuam pelos credores das recuperandas, existe a desconfiança de que o instituto possa ser usado para mascarar uma gestão despreocupada em honrar, em dia, compromissos financeiros assumidos com fornecedores. Há outra vertente que não enxerga a Recuperação Judicial como um instrumento de difícil aplicação – em razão não só da complexidade do processo, mas, principalmente, pelos altos custos envolvidos.

De fato, em termos absolutos, os valores de uma Recuperação Judicial são bastante elevados. O investimento médio para cobrir somente os custos diretos dos casos analisados para a elaboração deste artigo foi de R\$12.338.698,11 (o equivalente a 19,42% dos créditos concursais apurados nos planos de Recuperação Judicial homologados pelos credores).

Entende-se como custos diretos os seguintes itens: a) custas iniciais; b) perícias; c) honorários do administrador judicial; d) custas de publicação de edital de convocação para assembleia; e) custos de assembleia; f) honorários dos advogados do devedor.

Embora seja inegável que existam entraves à propositura e ao processamento de uma ação de Recuperação Judicial – e que o investimento de capital próprio da empresa recuperanda seja o maior deles –, também existem vantagens financeiras inigualáveis no instituto da RJ.

Principalmente se for considerado como pressuposto o fato de que a empresa que necessita de assistência judiciária para sua própria recuperação só tem como outra saída, geralmente, a falência. Ou seja: a empresa que a este instituto necessite recorrer não tem outra alternativa para sobreviver no mercado.

É diante desse cenário que este artigo objetiva demonstrar por meio de evidências tangíveis e verificáveis, mesmo sem a pretensão de esgotar o assunto, que a Recuperação Judicial

é um remédio menos amargo do que sua reputação sugere.

Os custos diretos envolvidos são de fato elevados, mas, ainda assim, representam uma fração das dívidas que são renegociadas durante o curso do processo. Além disso, é sempre importante frisar, existe com a Recuperação Judicial a chance da continuidade das atividades da empresa – algo que obviamente não ocorre no processo falimentar, dada sua natureza liquidatória.

No Brasil, são escassos os estudos sobre o custos das Recuperações Judiciais. As produções norte-americanas, e mesmo as análises brasileiras que foram encontradas para a elaboração deste artigo, não observaram o instituto sob a ótica proposta pelo autor do presente estudo.

Nos estudos anteriores, convencionou-se analisar os custos de uma Recuperação Judicial relacionando-os aos ativos da empresa recuperanda. Dessa forma, a análise de sua viabilidade tem sido feita comparando-se o valor dos ativos (tangíveis e intangíveis) da empresa antes do processo de recuperação, aos ativos disponíveis depois do processo.

Sob essa ótica, evidentemente o instituto da RJ se mostra desastroso. No entanto, é mister reforçar que, por mais que haja perda no valor dos ativos em processos como esse, a única alternativa para a empresa que necessite do Estado Juiz para a negociação com seus credores é, naturalmente, a falência.

Partindo-se novamente desse pressuposto, o presente artigo tem por objetivo demonstrar empiricamente que, se analisada sob a ótica da relação entre custos diretos e o volume total dos passivos que precisam ser negociados no processo, o instituto não só apresenta custo zero para as empresas, como pode, ainda, representar ganho financeiro.

Essa mudança de olhar faz toda a diferença na análise da viabilidade de uma recuperação judicial. Nos três casos analisados a metodologia escolhida mostrou-se eficaz, restando-se comprovada a tese de que, no caso concreto, os custos de uma Recuperação Judicial não devem ser vistos como um problema para a empresa recuperanda, e sim como parte importante da solução.

A metodologia utilizada foi o estudo de três casos concretos de recuperações judiciais deferidas pela Justiça do Estado de São Paulo. Como método análise, foram comparados os custos diretos que incidiram sobre esses processos (custas iniciais; perícias; honorários do administrador judicial; custas de publicação de edital de convocação para assembleia; custos de

assembleia e honorários dos advogados do devedor) ao deságio total obtido na negociação com os credores concursais após a aprovação do Plano de Recuperação Judicial.

Nos casos analisados, a diferença média entre o deságio obtido nas negociações de recuperação e o custo médio dos processos foi de 26,70% (que podem ser entendidos como o não pagamento de créditos concursais da ordem de R\$18.029.484,45). Os custos diretos dos mesmos processos foram, em média, equivalentes a R\$12.338.698,11 (ou 19,42% dos créditos concursais apurados nos planos de Recuperação Judicial homologados pelos credores). Uma diferença em favor das recuperandas de R\$ 5.690.786,34 (7,28%).

## **1 LEI DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E FALÊNCIAS (LRF)**

A Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, disciplina a recuperação judicial, extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária no Brasil. Ao entrar em vigor, revogou o Decreto-Lei nº 7.661, de 21 de junho de 1.945, e os artigos 503 a 512 do Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941 - Código de Processo Penal.

Em 26 de março de 2021 foi sancionada a Lei nº 14.112 de 2020, a chamada Nova Lei de Recuperação Judicial e Falência. A atualização legislativa foi impulsionada pela crise econômico-financeira ocasionada pela Pandemia de Covid-19 com o intuito de aprimorar, efetivamente, o instituto da recuperação judicial.

A alteração de Lei teve como objetivo primordial superar algumas ineficiências da Lei nº 11.101/2005, acrescentando alguns instrumentos processuais e materiais interessantes ao pleno desenvolvimento da recuperação judicial e a falência da empresa.

A LRF trouxe poucas novidades práticas em relação à falência de empresas, mas alterou consideravelmente o Direito Concursal brasileiro no que diz respeito à recuperação das sociedades empresárias.

Por meio da nova legislação, o instituto da Concordata deu lugar ao da Recuperação Judicial – que facilitou o acesso de empresas em dificuldade financeira momentânea a um sistema normativo bem mais eficaz para a continuidade da atividade produtiva.

Para a recuperação judicial, sucedâneo da concordata (art. 198), conserva a solução desta, que é a moratória (arts. 50, inc. I e 71), acompanhada de muitos outros mecanismos empresariais com grande potencial de subtrair o devedor da situação de crise econômico-financeira em que se encontra (art. 50, incs. II a XVI), com substancial



diferença: doravante quem sobre ela dá a palavra final são apenas os credores (arts. 55, 56 e 58), não obstante a função social que é reconhecida na atividade negocial do devedor, e os demais centros de interesses que possam considerar relevante sua preservação (art. 47). (PENTEADO, 2007)

Dentre as grandes inovações do atual diploma legal, destacam-se a adoção da teoria da empresa, a separação dos conceitos de empresa e empresário, o aumento da participação dos credores no procedimento concursal e a maior agilidade do procedimento falimentar.

“Como referido, a recuperação judicial é um instituto complexo, que envolve as mais diferentes áreas, seja do direito ou de outros campos de conhecimento, de modo que apenas se busca ressaltar a importância de estudar o instituto também do ponto de vista processual” (NETO, 2014, p.201).

Merece destaque o reconhecimento da função social da empresa e do princípio de sua preservação dado pela LRF – que pode ser evidenciado por meio da introdução dos institutos da recuperação judicial e da recuperação extrajudicial.

## 1.1 FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA E PRINCÍPIO DA PRESERVAÇÃO

A função social das empresas foi acolhida pela Constituição Federal de 1988 – em seu artigo 170 – que funda a ordem econômica nacional, entre outros aspectos, na função social da propriedade (inciso III) – e também pela legislação ordinária.

A Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas), em seus artigos 116, parágrafo único, e 154, prevê que o acionista controlador e os administradores devem, respectivamente, usar o poder e cumprir suas funções com vistas à satisfação da função social da empresa.

A proteção da empresa, portanto, não é mera proteção do empresário, nem da sociedade empresária, mas também proteção da comunidade e do Estado que se beneficiam – no mínimo indiretamente – com a produção de riquezas. Aliás, não apenas o empreendedor, o empresário, mas também terceiros que mantenham relações negociais com a empresa e cujos direitos e interesses possam ser também afetados pela função social da empresa [...] (MAMEDE, 2010, p.54).

O Código Civil, por sua vez, confirma o princípio da função social da empresa em seu artigo 49-A, e também ao estabelecer, no artigo 421, a função social do contrato. Com isto,

mesmo sem referência expressa à função social da empresa no artigo 966 do Código Civil, este princípio deve ser levado em conta para a interpretação das normas relativas à empresa.

Como diz Coelho (2003, p.140), “o lucro é meio e não fim da atividade econômica”. Ou como escreve Oscar Barreto Filho (1956, p.123), “o lucro constitui índice de vitalidade e condição de eficiência e não uma característica inerente à empresa”. Enfim, a lucratividade empresarial, na lição de Fábio Konder Comparato (1970, p.102) , não é uma finalidade obrigatória, mas uma liceidade sem o conteúdo impositivo, é uma mera possibilidade da atividade econômica organizada.

Requião (1975, p.56-57), ensina que:

O empresário organiza a sua atividade, coordenando os seus bens (capital) com o trabalho aliciado de outrem. Eis a organização. Mas essa organização, em si, o que é? Constitui apenas um complexo de bens e um conjunto de pessoal inativo. Esses elementos -bens e pessoal- não se juntam por si; é necessário que sobre eles, devidamente organizados, atue o empresário, dinamizando a organização, imprimindo-lhe atividade, que levará à produção; tanto o capital do empresário como o pessoal que irá trabalhar nada mais são isoladamente do que bens e pessoas. A empresa somente nasce quando se inicia a atividade sob a orientação do empresário. Dessa explicação surge nítida a ideia de que a empresa é essa organização dos fatores da produção exercida, posta a funcionar, pelo empresário. Desaparecendo o exercício da atividade organizada do empresário, desaparece, ipso facto, a empresa.

Ao reconhecer o princípio da função social da empresa, restou, portanto, a defesa de sua preservação. A jurisprudência e a doutrina passaram a entender a necessidade de manutenção da empresa, teoria que foi recebida no ordenamento jurídico brasileiro em 2005, com a Lei 11.101.

Com a aprovação da LRF o ordenamento jurídico brasileiro deixou de se caracterizar pelo que o Professor Fábio Konder Comparato denominou de “dualismo pendular”, ou seja: leis que ora destacavam a proteção dos interesses dos credores, ora os interesses dos devedores, sem que houvesse qualquer preocupação com eventual interesse social da empresa a ser preservado. (Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa. Ed. RT, 1970, p.102.).

## 1.2 FALÊNCIA DA EMPRESA

Os institutos da falência e da reorganização de empresas foram recebidos pela mesma lei, e até mesmo por esse motivo, existem similaridades processuais entre eles. O caráter de

interesse público presente nas ações de recuperação judicial também está claramente expresso no instituto da falência, conforme aponta Pinheiro (2005, p.208):

Quando se define falência (ou recuperação de empresas), é comum nos atermos a definições jurídicas: trata-se de um processo de execução coletiva, meio de realização de direitos do credor. Entretanto, precisamos também nos lembrar de que o substrato que permeia o tema tem natureza econômica. Como lembra Thomas Felsberg, “empresas insolventes são unidades produtivas exatamente iguais às solventes, com a exceção de que seus passivos se encontram desestruturados; fora isso, geram empregos, compram e transformam matérias-primas, vendem produtos acabados – enfim, produzem riquezas. Portanto, além da visão tradicional da execução coletiva, há que se considerar o assunto sob uma perspectiva mais voltada à análise econômica do direito.

No entanto, há uma diferença gritante entre a falência e a recuperação judicial no que diz respeito à manutenção da atividade produtiva. Enquanto na Recuperação Judicial é possível reorganizar a empresa, na falência a atividade empresária é encerrada, pondo fim ao negócio.

Negrão (2004, p.21), afirma que:

A falência é um processo de execução coletiva, no qual todo o patrimônio de um empresário declarado falido... é arrecadado, visando pagamento da universalidade de seus credores, de forma completa ou proporcional. É um processo judicial complexo que compreende a arrecadação dos bens, sua administração e conservação, bem como a verificação e o acertamento dos créditos, para posterior liquidação dos bens e rateio entre os credores. Compreende também a punição de atos criminosos praticados pelo devedor falido.

Patrocínio (2012, p.35) diz que:

A empresa, enquanto organização dinâmica de fatores de produção, congrega interesses não apenas de seus titulares, mas também de outras pessoas que com o empresário negociam, prestam serviço ou simplesmente mão de obra, ao fisco, a toda comunidade. No entanto, é preciso considerar que o episódio de crise deve ser enfrentado pela empresa pode ser sinal de que esta organização não deva ser preservada, impondo-se sua realocação.

Tzirulnik (1994, p.366) diz que:

O instituto da falência vem funcionar como uma defesa para o comércio e, conseqüentemente, para o crédito, privando do comércio aquele que, não fazendo bom uso de suas prerrogativas creditícias, ferem os direitos de seus credores, inadimplindo obrigações assumidas quer através de contratos ou através de títulos de crédito retro mencionados.

Já Coelho (2003, p.351) dispõe que:

O instituto da falência foi criado para assegurar a igualdade de oportunidades aos credores de um empresário ou sociedade empresária insolvente e insuscetível de recuperação judicial. O princípio *conditio creditorum*, será consubstanciado na igualdade de condição aos credores. Isso porque, com exceção das preferências impostas por lei, todos os credores, de forma igualitária, concorrem à distribuição proporcional do ativo do devedor, decorrente da venda judicial dos bens verificados e arrecadados, configurando um processo de execução coletiva ou concursal. Podemos constatar que a falência é algo muito prejudicial tanto para o empresário, quanto para o local onde a empresa está alocada levando em consideração sua função social. Porém quando os credores não veem mais nenhuma forma para receber seus créditos, é necessário utilizar-se desse instituto.

### 1.3 RECUPERAÇÃO DA EMPRESA

Enquanto o objetivo principal da falência é atender aos interesses dos credores, eliminando do mercado empresas inviáveis e distribuindo de forma equilibrada os ativos restantes, a recuperação tem por objetivo principal sanear a crise econômico-financeira do devedor, possibilitando a preservação da atividade empresarial, a manutenção do emprego e a satisfação, ainda que parcial, dos interesses dos credores. Neste sentido, diz a letra da Lei 11.101/2005:

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.

A instauração deste procedimento é solicitada judicialmente pelo próprio devedor – que provoca a proteção do Estado contra uma falência antecipada – o deferimento do processamento da recuperação judicial suspende todas as ações e execuções em face do devedor pelo prazo de cento e oitenta dias, prorrogáveis por igual período.

Conforme afirma Goldberg (2005, p.96), “a submissão, à recuperação judicial, de todos os créditos, bem como a suspensão do curso da prescrição e de todas as ações e execuções têm por objetivo trazer eficiência econômica à lei concursal”.

Em caso de deferimento do pedido de Recuperação Judicial, o devedor deve apresentar aos credores por ele atingidos um plano concebido para minimizar os prejuízos

eventualmente sofridos por eles. A aprovação ocorre em assembleia geral, para se evitar o tratamento privilegiado de certos credores em detrimento dos demais de mesma classe.

Para Baird (1986, p.127), a reorganização é uma ferramenta que dá à empresa condições de se recuperar de um problema de caixa temporário, ou de uma crise cíclica na economia e protege o direito dos credores contra as perdas de uma falência forçada. Não seria adequado permitir que diante de chances remotas de se reerguer uma empresa recebesse o benefício da recuperação, dado que o seu objetivo é permitir que ela, com o auxílio de um mecanismo legal, continue operando.

A configuração do estado de crise econômico-financeira deve ser analisada em relação a cada devedor – para que não seja concedida a recuperação judicial a quem não, realmente, precisa dela. Além da inadimplência de suas obrigações pecuniárias vencidas, o devedor deve apresentar outros sinais de incapacidade financeira – sendo que o principal deles é a indisponibilidade de ativos líquidos em montante suficiente para o pagamento das dívidas.

O plano deve permitir que a empresa tenha condições de melhorar sua rentabilidade e a capacidade de geração de caixa, para possibilitar a continuidade das operações e volte a operar normalmente, após o cumprimento das providências previstas. Ou seja, o plano não é apenas um conjunto de ações de curto prazo para dar uma sobrevida à empresa, mas, sim, um planejamento de reestruturação sustentado. Para se valer da recuperação judicial, o devedor deverá, no momento do pedido, estar no exercício regular de suas atividades há mais de dois anos e atender aos requisitos do artigo 48 da LRE. (*MAC NICOL & MURCHED, 2005 p.166*).

## **2 CUSTOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

De acordo com Fisher & Martel (2005, p.151), Weiss (1990, p.285) e Warner (1977, p. 337), os custos de falência são classificados em custos diretos e custos indiretos. São, portanto, divididos em dois grupos os gastos associados ao processo jurídico: os custos diretos, como os honorários do administrador judicial, dos peritos e as custas judiciais; e os custos indiretos, que são os custos de oportunidade incorridos pelas empresas ao participarem de um processo de falência ou recuperação judicial. Esses custos incluem o tempo gasto no processo, a dificuldade de obtenção de crédito, a queda na receita operacional e a necessidade de aceitar descontos para quitação da dívida, entre outros fatores.

De acordo com Jupetipe (2013, p. 77):

A condução de processos de falência ou de recuperação gera custos, principalmente, aos seus participantes diretos: credores e devedora. Esses custos são chamados custos de falência e são classificados em diretos e indiretos. Os custos diretos são representados pelas despesas administrativas do processo jurídico, tais como honorários do administrador judicial, custas e despesas judiciais. Os indiretos são os custos de oportunidade incorridos para os participantes devido à participação em processos de falência ou de recuperação, tais como a dificuldade em obter crédito, ou o tempo despendido no processo.

Muito embora seja um dado relevante na análise de viabilidade de uma Recuperação Judicial, estudos que abordam esse tema são escassos no Brasil. Desse modo, fez-se necessária a apresentação de produções internacionais relativas ao tema para que fosse possível construir um paralelo com os dados adquiridos localmente.

De tal maneira, a análise que serviu de base para a este trabalho foi conduzida por Bris, Welch e Zhu (2006, p.1.256), que analisaram 225 casos de reorganização e 61 casos de falência dos Tribunais Federais de Falência dos estados do Arizona e de Nova York, entre 1995 e 2001. Segundo os autores, essa foi a mais abrangente amostra utilizada em artigos acadêmicos sobre custos de falência, já que esse foi o número total de processos julgados pelo tribunal no período analisado.

É importante ressaltar que o foco do estudo de Bris, Welch e Zhu, bem como o de outros à respeito dos custos de uma Recuperação Judicial – entre eles *Custos de falência da legislação falimentar brasileira* (Jupetipe, Fernanda Karoliny Nascimento, São Paulo, 2013) – está muito mais direcionado ao valor dos ativos da recuperanda, como meio de referenciar os danos causados ao negócio pelo processo, do que propriamente ao valor do passivo negociado.

O objetivo primário do estudo de Bris, Welch e Zhu foi mensurar os custos de falência e determinar quais as diferenças desses custos em processos de reorganização e de falência.

Para tanto, os pesquisadores utilizaram quatro métodos: (i) a mudança do valor do ativo durante a falência (medida de custo indireto); (ii) o tempo despendido no processo (custo indireto); (iii) as despesas submetidas e aprovadas pelos tribunais de falência (custos diretos); (iv) a taxa de recuperação dos credores e a violação da prioridade absoluta deles.

Tal metodologia difere daquele que motivou esta análise. Em razão disso, apenas os resultados relativos às despesas submetidas e aprovadas pelos tribunais de falência, bem como a

taxa de recuperação dos credores, serão considerados neste artigo. Dentro do primeiro quesito (despesas aprovadas), a análise norte-americana ainda está subdividida entre a relação dos custos frente aos ativos e aos passivos.

Os custos diretos também foram comparados aos valores pós-falência (taxa de recuperação dos credores multiplicada pela dívida total acrescida das taxas judiciais e honorários), e nesses casos os custos foram em média de 80,4% nos processos de falência e de 9,4% nos de recuperação.

Quando utilizado o passivo total como parâmetro para a magnitude dos custos, obteve-se que os custos da reorganização foram, em média, de 11,5% (devido à presença de quatro outliers) e mediana de 1,4%. Já na falência, a proporção dos custos em relação ao passivo é de 2,5% com mediana de 0,4%.

Analisando os créditos com e sem garantia, a recuperação deles na reorganização foi significativamente melhor se comparada à falência, com média de 69% e mediana de 79%. A taxa de recuperação dos credores na falência foi em média de 5,4% e mediana de 5,8%.

## 2.1 ATIVOS

Haja visto que a principal divergência entre a metodologia dominante nos estudos internacionais encontrados a respeito do tema “Custos de uma Recuperação Judicial” e aquela metodologia proposta para esse artigo diz respeito à relação entre os custos e os ativos e passivos a serem renegociados no processo, é fundamental que se faça uma distinção entre os dois últimos elementos dessa análise.

Os ativos são um dos mais importantes fatores da teoria contábil – um aprofundamento sobre o tema pode ser encontrado em Martins (1972, p.30), Hendriksen e Van Breda (1999) e Iudicibus (2000, p.142).

Para a Contabilidade, ativos são os bens e os direitos de uma entidade, expressos em moeda e à disposição da administração. Já na definição econômico-financeira, ativos são recursos capazes de gerar benefícios futuros (entradas de caixa ou redução de saídas de caixa). Segundo essa definição, pode ser considerado um ativo todo e qualquer elemento com ou sem natureza física, que seja controlado pela empresa e que a ela proporcione a possibilidade de obtenção de fluxo de caixa.

A característica fundamental [dos ativos] é a sua capacidade de prestar serviços futuros à entidade que os controla individual ou conjuntamente com outros ativos e fatores de produção, capazes de se transformar, direta ou indiretamente, em fluxos líquidos de entrada de caixa. Todo ativo representa, mediata ou imediatamente, direta ou indiretamente, uma promessa futura de caixa. (IUDÍCIBUS, 2000, p.142).

Na abordagem de Martins (1972, p.30), “ativo é o futuro resultado econômico que se espera obter de um agente”. Martins (1972) demonstra, ainda, que a conceituação de ativo como direito a futuros resultados econômicos dá a ênfase ao resultado propriamente dito e não ao seu agente causador, e esclarece:

O conceito conservador é o de qualificar o agente como sendo o ativo; e o deste outro (mais “econômico”) é o de assim denominar o resultado trazido pelo agente. O computador é um agente que presta diversos serviços, como cálculo e armazenagem de dados e isso constitui o verdadeiro ativo; o computador é apenas o agente. O caminhão é o agente que proporciona o resultado transporte; e este é o ativo (MARTINS, 1972, p.29).

## 2.2 PASSIVOS

Os passivos, por sua vez, são obrigações ou compromissos de uma empresa no sentido de entregar dinheiro, bens ou serviços a uma empresa ou organização externa em alguma data futura (HENDRIKSEN & VAN BREDA, 1999, p.124).

Os passivos contêm uma responsabilidade presente, com provável liquidação futura em uma data específica, com tal obrigação permitindo pouca ou quase nenhuma liberdade para a entidade evitar o sacrifício futuro, e a transação evidenciada já ocorreu em um momento anterior (FASB, 1985, p.6). Conforme Durand (1952, p.215) as empresas devem buscar uma estrutura de capital capaz de reduzir custos para a obtenção de recursos, promovendo, assim, um acréscimo no valor da empresa.

Passivo representa a ocorrência de ter transações passadas ou presentes que acarretam a obrigação pela entrega de ativos ou serviços prestados em uma data futura (Sprouse & Moonitz, 1962, p.34). Nesta mesma direção Canning (1929 p.55) destaca que “Um passivo é um serviço com valor monetário, que um proprietário (titular de ativos) é obrigado a legalmente (ou justamente) a prestar a uma segunda pessoa (ou grupo de pessoas).”



Nas empresas em recuperação judicial, é comum a existência de passivos de financiamento – assim por apresentar uma negociação presente de aquisição de capital, que deverá ser honrada no futuro por meio do pagamento não só do valor financiado, mas também de encargos financeiros.

Lima (1979, p.42) comenta que “os débitos de financiamentos são obrigações com empréstimos e financiamentos para aquisição de bens ou reforço do capital de giro da empresa”. Com base nas ideias de assimetria informacional, Myers (1984, p.87) apresentou a Pecking Order Theory, e apresenta uma hierarquia de preferência adotada por gestores quando das decisões de financiamento. De acordo com o autor, a empresa opta primeiramente pelos recursos internos (lucros), posteriormente o financiamento através do uso de dívidas e por último a emissão de novas ações.

A lei 6.404/76 exige que os ativos e passivos de uma Sociedade por Ações estejam discriminados nos balanços patrimoniais das empresas, de modo a facilitar a análise de sua situação financeira, de forma que:

Art. 178: No balanço, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia.

§ 1º No ativo, as contas serão dispostas em ordem decrescente de grau de liquidez dos elementos nelas registrados, nos seguintes grupos:

I – ativo circulante; e (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)

II – ativo não circulante, composto por ativo realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível. (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)

§ 2º No passivo, as contas serão classificadas nos seguintes grupos:

I – passivo circulante; (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)

II – passivo não circulante; e (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)

III – patrimônio líquido, dividido em capital social, reservas de capital, ajustes de avaliação patrimonial, reservas de lucros, ações em tesouraria e prejuízos acumulados. (Incluído pela Lei nº 11.941, de 2009)

§ 3º Os saldos devedores e credores que a companhia não tiver direito de compensar serão classificados separadamente.

Braga (1995, p.178) classifica passivos em onerosos e não onerosos. Em sua análise, ele estabelece que passivos não onerosos são recursos capitados originados da atividade normal da empresa. Já os passivos onerosos estão ligados a necessidades de capital de giro, incluindo financiamentos que ocasionam encargos financeiros.

O passivo tem o sentido de origem dos recursos das organizações, estando relacionado com as fontes de capital que a empresa emprega em seu ativo. Existem diferenças na formação de avaliação do capital que é originado dos sócios daqueles oriundos de credores e financiadores. (HENDRIKSEN & VAN BREDA, 1999, p.321).

### 3 ESTUDO DE CASOS

Foram usados como universo de pesquisa as Recuperações Judiciais das empresas Cervejaria Malta Ltda., Alpex Alumínio S/A e Grupo Termaq. Todas as ações correram na justiça do Estado de São Paulo.

Foram considerados custos diretos da Recuperação Judicial nesta análise os valores correspondentes à: a) custas iniciais; b) perícias; c) honorários do administrador judicial; d) custas de publicação de edital de convocação para assembleia; e) custos de assembleia; f) honorários dos advogados do devedor.

#### 3.1 CERVEJARIA MALTA LTDA.

A reestruturação da Cervejaria Malta foi proposta em 27 de junho de 2019 na 1ª Vara Cível da Comarca de Assis, São Paulo (processo nº 1004446-24.2019.8.26.0047). Os passivos da empresa que puderam ser validados como créditos concursais no processo somaram R\$ 89.004.995,00. Os custos foram apurados com base em dados obtidos no processo, demonstrados na tabela abaixo:

Valor da Causa	R\$89.004.995,00
Custas Iniciais	R\$79.590,00
Perícia Inicial	R\$9.660,00
Administrador Judicial	R\$2.489.718,00
Custas Edital	R\$3.003,63
Assembleia	R\$497,00
Honorários Advocáticos	R\$13.350.749,25
<b>TOTAL DE CUSTOS</b>	<b>R\$15.933.217,88</b>

O plano aprovado na Assembleia de Credores pode ser resumido assim: nenhum deságio para os credores da Classe I - Trabalhista (créditos totais no valor de R\$3.870.263,00); 50% de deságio para os credores da Classe II – Garantia Real (R\$500.000,00); 67% de deságio para os credores da Classe III – Quirografários (R\$84.145.051,00) e novamente nenhum deságio para os credores da Classe IV - Microempresa ou Empresa de Pequeno Porte (R\$489.681,00). Os valores monetários dos de deságios e dos créditos efetivamente pagos segue a tabela abaixo:

	Classe I	Classe II	Classe III	Classe IV
Créditos Apurados	R\$3.870.263,00	R\$500.000,00	R\$84.145.051,00	R\$489.681,00
Deságio (%)	0%	50%	67%	0%
Deságio (R\$)	R\$0,00	R\$250.000,00	R\$56.377.184,17	R\$0,00
Valor Pago	R\$3.870.263,00	R\$250.000,00	R\$27.767.866,83	R\$489.681,00

O valor total dos créditos aprovados em assembleia para pagamento ao longo do plano foi de R\$32.377.810,83, o que representou um deságio total de R\$56.627.184,17 (média de 63,62%).

O estudo do caso da Cervejaria Malta Ltda. demonstra que, embora o processo de Recuperação Judicial tenha se mostrado bastante custoso (R\$15.933.217,88), esse valor representou apenas 17,90% dos passivos incluídos nos créditos concursais. A diferença entre o percentual de deságio e o percentual de custos do processo (ambos em relação ao total de créditos) foi de 45,72%. Isso representou para a empresa recuperanda uma economia de R\$40.693.966,29.

### 3.2 ALPEX ALUMÍNIO S/A

A reestruturação da Alpex Alumínio S/A foi proposta em 17 de novembro de 2014 na 1ª Vara de Falências E Recuperações Judiciais do Foro Central da Comarca de São Paulo (processo nº 1115526-04.2014.8.26.0100). Os passivos da empresa que puderam ser validados como créditos concursais no processo somaram R\$74.486.854,33. Os custos foram apurados com base em dados obtidos no processo, demonstrados na tabela abaixo:

Valor da Causa	R\$74.486.854,33
----------------	------------------

Custas Iniciais	R\$60.420,00
Perícia Inicial	R\$0,00
Administrador Judicial	R\$3.724.342,72
Custas Edital	R\$2.164,00
Assembleia	R\$27.800,00
Honorários Advocáticos	R\$11.173.028,15
<b>TOTAL DE CUSTOS</b>	<b>R\$14.987.754,87</b>

O plano aprovado na Assembleia de Credores pode ser resumido assim: nenhum deságio para os credores da Classe I - Trabalhista (créditos totais no valor de R\$1.412.847,85); nenhum deságio para os credores da Classe II – Garantia Real (R\$14.984.339,33); 35% de deságio para os credores da Classe III – Quirografários (R\$53.309.646,60); 30% de deságio para os credores da Classe IV - Microempresa ou Empresa de Pequeno Porte (R\$4.780.020,55). Os valores monetários dos de deságios e dos créditos efetivamente pagos segue a tabela abaixo:

	Classe I	Classe II	Classe III	Classe IV
Créditos Apurados	R\$1.412.847,85	R\$14.984.339,33	R\$53.309.646,60	R\$4.780.020,55
Deságio (%)	0%	0%	35%	30%
Deságio (R\$)	R\$0,00	R\$0,00	R\$18.658.376,31	R\$1.434.006,17
Valor Pago	R\$1.412.847,85	R\$14.984.339,33	R\$34.651.270,29	R\$3.346.014,39

O valor total dos créditos aprovados em assembleia para pagamento ao longo do plano foi de R\$54.394.471,86, o que representou um deságio total de R\$20.092.382,48 (média de 26,97%).

O estudo do caso da Alpex Alumínio S/A demonstra que, embora o processo de Recuperação Judicial tenha se mostrado bastante custoso (R\$14.987.754,87), esse valor representou apenas 20,12% dos passivos incluídos nos créditos concursais. A diferença entre o percentual de deságio e o percentual de custos do processo (ambos em relação ao total de créditos) foi de 6,85%. Isso representou para a empresa recuperanda uma economia de R\$5.104.627,61.

### 3.3 GRUPO TERMAQ

A reestruturação do Grupo Termaq foi proposta em 27 de setembro de 2016 na 3ª Vara Cível da Comarca de Praia Grande, São Paulo (processo nº 1014388-56.2016.8.26.0477). Os passivos da empresa que puderam ser validados como créditos concursais no processo somaram R\$30.111.481,24. Os custos foram apurados com base em dados obtidos no processo, demonstrados na tabela abaixo:

Valor da Causa	R\$30.111.481,24
Custas Iniciais	R\$70.650,00
Perícia Inicial	R\$0,00
Administrador Judicial	R\$1.505.574,06
Custas Edital	R\$1.678,34
Assembleia	R\$497,00
Honorários Advocaticios	R\$4.516.722,19
TOTAL DE CUSTOS	R\$6.095.121,59

O plano aprovado na Assembleia de Credores pode ser resumido assim: deságio de 30% para os credores da Classe I - Trabalhista (créditos totais no valor de R\$2.355.610,35); 50% de deságio para os credores da Classe III – Quirografários (R\$27.356.595,89); nenhum deságio para os credores da Classe IV - Microempresa ou Empresa de Pequeno Porte (R\$399.275,00). Os valores monetários dos de deságios e dos créditos efetivamente pagos segue a tabela abaixo:

	Classe I	Classe II	Classe III	Classe IV
Créditos Apurados	R\$2.355.610,35	R\$0,00	R\$27.356.595,89	R\$399.275,00
Deságio (%)	30%	0%	50%	0%
Deságio (R\$)	R\$706.683,11	R\$0,00	R\$13.678.297,95	R\$0,00
Valor Pago	R\$1.648.927,25	R\$0,00	R\$13.678.297,95	R\$399.275,00

O valor total dos créditos aprovados em assembleia para pagamento ao longo do plano foi de R\$15.726.500,19, o que representou um deságio total de R\$14.384.981,05 (média de 47,77%).

O estudo do caso do Grupo Termaq demonstra que, embora o processo de Recuperação Judicial tenha se mostrado bastante custoso (R\$6.095.121,59), esse valor representou apenas 20,24% dos passivos incluídos nos créditos concursais. A diferença entre o percentual de deságio e o percentual de custos do processo (ambos em relação ao total de

créditos) foi de 27,53%. Isso representou para a empresa recuperanda uma economia de R\$8.289.859,46.

### 3.4 RESPOSTA À PROBLEMÁTICA POSTA

O estudo apresentado analisou três casos de Recuperação Judicial no Estado de São Paulo, a saber: Cervejaria Malta Ltda., Alpex Alumínio S/A e Grupo Termaq. Foram considerados custos diretos da Recuperação Judicial os valores correspondentes às custas iniciais, perícias, honorários do administrador judicial, custas de publicação de edital de convocação para assembleia, custos de assembleia e honorários dos advogados do devedor.

No caso da Cervejaria Malta Ltda., embora o processo de Recuperação Judicial tenha se mostrado bastante custoso (R\$15.933.217,88), esse valor representou apenas 17,90% dos passivos incluídos nos créditos concursais. A diferença entre o percentual de deságio e o percentual de custos do processo foi de 45,72%. Isso representou para a empresa recuperanda uma economia de R\$40.693.966,29.

Já no caso da Alpex Alumínio S/A, o processo de Recuperação Judicial também se mostrou vantajoso em relação à negociação direta com os credores. Embora os custos tenham sido de R\$14.987.754,87, representando 20,12% do total dos créditos, o deságio total foi de R\$20.092.382,48 (média de 26,97%), o que resultou em economia para a empresa recuperanda de R\$5.104.627,61.

Com base nos dados apresentados, também a reestruturação do Grupo Termaq foi uma opção menos onerosa do que do que o total das dívidas da empresa com seus credores. Embora o processo tenha gerado custos significativos (R\$6.095.121,59), esse valor representou apenas 20,24% dos passivos incluídos nos créditos concursais. Em contrapartida, o deságio médio concedido aos credores durante o processo foi de 47,77%, representando uma economia de R\$8.289.859,46 para a empresa recuperanda em relação ao valor total de créditos aprovados em assembleia.

O processo de Recuperação Judicial também permitiu uma reorganização das finanças da empresa, possibilitando sua continuidade no mercado e a manutenção de empregos e ativos, o que não seria possível em caso de falência.

A análise dos três casos concretos apresentados permite concluir que, em razão dos deságios obtidos nas negociações para a composição do Plano de Recuperação Judicial, os processos de RJ apresentaram custo negativo para as empresas recuperandas – o que permite concluir que o instituto se mostrou vantajoso em relação à negociação direta das dívidas com os credores.

Os resultados obtidos indicam que, nos casos estudados, a diferença média entre o deságio obtido nas negociações de recuperação e o custo médio dos processos foi de 26,70% (número que deve ser entendido como o não pagamento de créditos concursais da ordem de R\$18.029.484,45).

Portanto, os casos da Cervejaria Malta Ltda., da Alpex Alumínio S/A e do Grupo Termaq servem como exemplos de que a Recuperação Judicial pode ser uma opção viável e menos onerosa para empresas em situação financeira delicada, desde que realizada de forma adequada e com o suporte de profissionais capacitados.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

BAIRD, D. G. (1986). The uneasy case for corporate reorganization. **Journal of Legal Studies** 15, 127-147.

BARRETO FILHO, Oscar. **Regime jurídico das sociedades de investimentos (“investment trusts”)**. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BARROS NETO, G. **Aspectos processuais da recuperação judicial**. Florianópolis: Conceito Editorial, 2014. 201p.

BRAGA, R. (1995). **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidente da República, [2016]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em 04 abr. 2023.

BRASIL. **Lei n.º 14.112, de 24 de dezembro de 2020**. Altera as Leis n.ºs 11.101, de

9 de fevereiro de 2005, 10.522, de 19 de julho de 2020, e 8.929, de 22 de agosto de 1994, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2020/lei/L14112.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/L14112.htm). Acesso em: 10 out. 2021.

BRASIL. Planalto. **Lei n.º 11.101, de 9 de fevereiro de 2005**. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm). Acesso em: 10 out. 2021.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 04 abr. 2023.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei Nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 04 abr. 2023.

BRIS, Arturo; WELCH, Ivo; ZHU, Ning. The Cost of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation vs. Chapter 11 Reorganization. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 3, p.1253-1303, 2006.

CANNING, J. B. (1929). Economics of accounting: a critical analysis of accounting theory. **New York: Ronald**.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial**. São Paulo, Saraiva, 2003. 140 p.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa**. Ed. RT, 1970, p.102.

DURAND, D. (1952). Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. **Conference on Research on Business Finance**, New York. Measurement. National Bureau of Economic Research, Conference, 215–262.

FASB. (1985). The Financial Accounting Standards Board. **Statement of Financial**



**Accounting Concepts, 6.**

FISHER, T.C.G.; MARTEL, J. (2005). The Irrelevance of Direct Bankruptcy Costs to the Firm's Financial Reorganization Decision. **Journal of Empirical Legal Studies**,2, 151- 169.

GOLDBERG, Daniel K. Notas sobre a nova lei de recuperação de empresas e sua racionalidade econômica. In **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 30, out./dez. 2005, pp.96-103.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael. **Teoria da contabilidade**. S. Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 6. ed., 2000.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento, **Custos de falência da legislação falimentar brasileira** / Fernanda Karoliny Nascimento Jupetipe. – São Paulo, 2013. 77 p.

LIMA, E. O. (1979). **Manual de apropriação contábil**. João Pessoa: A União.

MAC NICOL, Donald; MURCHED, Badih Sanna. Plano de recuperação. In: MACHADO, Rubens Aprobato (Coord.). **Comentários à nova Lei de falência e recuperação de empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p.166.

MAMEDE, Gladston. **Direito Empresarial Brasileiro. Vol. 4. Falência e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTINS, Eliseu. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. Tese (Doutorado em Contabilidade) – FEA/USP, 1972.

MYERS, S. C. (2019). **Capital Structure Puzzle**. 1984. NBER Working in Paper, n. w1393. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=227147>. Acesso em: 10 jun. 2019.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial de empresa**. São Paulo: Saraiva2003–2004. Vol.1. p.21

PATROCÍNIO, Daniel Moreira de. **Análise econômica da recuperação judicial de empresas: princípios, jogos, falhas e custos.** Belo Horizonte, 2012, 296 p. Tese de Doutorado. Orientador: Eduardo Goulart Pimenta. Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais – PUCMINAS.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Dissolução e liquidação de sociedades.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2000.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/2005 – artigo por artigo.** 2. ed. São Paulo: RT, 2007.

PINHEIRO, Armando Castelar. **Direito e economia num mundo globalizado: cooperação ou confronto? Direito e economia.** São Paulo: IOB Thomson, 2005.

TJSP, **Processo 1014388-56.2016.8.26.0477**, disponível em <https://esaj.tjsp.jus.br/cpopg/show.do?processo.codigo=D90002TE60000&processo.foro=477&processo.numero=1014388-56.2016.8.26.0477>

TJSP, **Processo 1115526-04.2014.8.26.0100**, disponível em <https://esaj.tjsp.jus.br/cpopg/show.do?processo.codigo=2S000EVVB0000&processo.foro=100&processo.numero=1115526-04.2014.8.26.0100>

TJSP, **Processo 1004446-24.2019.8.26.0047**, disponível em <https://esaj.tjsp.jus.br/cpopg/show.do?processo.codigo=1B0002XWY0000&processo.foro=47&processo.numero=1004446-24.2019.8.26.0047>

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito falimentar.** v. 1. 10. ed. São Paulo: Saraiva, 1986.

SPROUSE, R. T., & MOONITZ, M. A. (1962). Tentative set of broad accounting principles for business enterprises. In: **An accounting research study.** New York, AICPA, 3.

TZIRULNIK, Luiz. **Recuperação de empresas e falências: perguntas e respostas.** 5. Ed. rev., atual. e ampl. Da obra Falências e concordatas: perguntas e respostas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

WARNER, J.B. (1977). Bankruptcy costs: some evidence. **The Journal of Finance**, 32, 2, 337-347.

WEISS, L.A. (1990). Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims. **Journal of Financial Economics**, 27, 285-314.

## TABELAS

CERVEJARIA MALTA LTDA	
Processo - 1004446-24.2019.8.26.0047	

Valor da Causa	R\$89.004.995,00
Custas Iniciais	R\$79.590,00
Perícia Inicial	R\$9.660,00
Administrador Judicial	R\$2.489.718,00
Custas Edital	R\$3.003,63
Assembleia ClickMeeting	R\$497,00
Honorários Advocatícios 15%	R\$13.350.749,25
TOTAL DE CUSTOS	R\$15.933.217,88

	Classe I	Classe II	Classe III	Classe IV
Créditos Concursais Apurados	R\$3.870.263,00	R\$500.000,00	R\$84.145.051,00	R\$489.681,00
Deságio (%)	0%	50%	67%	0%
Deságio (R\$)	R\$0,00	R\$250.000,00	R\$56.377.184,17	R\$0,00
Valor Pago	R\$3.870.263,00	R\$250.000,00	R\$27.767.866,83	R\$489.681,00

Créditos Concursais Negociados	R\$32.377.810,83
Deságio (R\$)	R\$56.627.184,17
Deságio Médio	63,62%

Relação Custos / Passivos	17,90%
Diferença Deságio – Custos	45,72%
Vantagem Financeira Obtida	R\$40.693.966,29

ALPEX ALUMINIO S/A	
Processo - 1115526-04.2014.8.26.0100	

Valor da Causa	R\$74.486.854,33
Custas Iniciais	R\$60.420,00
Perícia Inicial	R\$0,00
Administrador Judicial	R\$3.724.342,72
Custas Edital	R\$2.164,00
Assembleia Presencial	R\$27.800,00
Honorários Advocatícios 15%	R\$11.173.028,15
TOTAL DE CUSTOS	R\$14.987.754,87

	Classe I	Classe II	Classe III	Classe IV
Créditos Concursais Apurados	R\$1.412.847,85	R\$14.984.339,33	R\$53.309.646,60	R\$4.780.020,55
Deságio (%)	0%	0%	35%	30%
Deságio (R\$)	R\$0,00	R\$0,00	R\$18.658.376,31	R\$1.434.006,17
Valor Pago	R\$1.412.847,85	R\$14.984.339,33	R\$34.651.270,29	R\$3.346.014,39

Créditos Concursais Negociados	R\$54.394.471,86
Deságio (R\$)	R\$20.092.382,48
Deságio Médio	26,97%

Relação Custos / Passivos	20,12%
Diferença Deságio – Custos	6,85%
Vantagem Financeira Obtida	R\$5.104.627,61

GRUPO TERMAQ	
Processo - 1014388-56.2016.8.26.0477	

Valor da Causa	R\$30.111.481,24
Custas Iniciais	R\$70.650,00
Perícia Inicial	R\$0,00
Administrador Judicial	R\$1.505.574,06
Custas Edital	R\$1.678,34
Assembleia ClickMeeting	R\$497,00
Honorários Advocatícios 15%	R\$4.516.722,19
TOTAL DE CUSTOS	R\$6.095.121,59

	Classe I	Classe II	Classe III	Classe IV
Créditos Concursais Negociados	R\$2.355.610,35	R\$0,00	R\$27.356.595,89	R\$399.275,00
Deságio (%)	30%	0%	50%	0%
Deságio (R\$)	R\$706.683,11	R\$0,00	R\$13.678.297,95	R\$0,00
Valor Pago	R\$1.648.927,25	R\$0,00	R\$13.678.297,95	R\$399.275,00

Créditos Concursais Cobertos	R\$15.726.500,19
Deságio (R\$)	R\$14.384.981,05
Deságio Médio	47,77%

Relação Custos / Passivos	20,24%
Diferença Deságio – Custos	27,53%
Vantagem Financeira Obtida	R\$8.289.859,46