UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**UMA CONTRIBUIÇÃO AO ESTUDO DO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO DE
EMPRESAS EM DIFICULDADES FINANCEIRAS NO BRASIL**

Marcelo Monteiro Perez

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO

2007

Profª Drª Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Isak Kruglianskas
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Lindolfo Galvão de Albuquerque
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

MARCELO MONTEIRO PEREZ

**UMA CONTRIBUIÇÃO AO ESTUDO DO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO DE
EMPRESAS EM DIFICULDADES FINANCEIRAS NO BRASIL**

Tese apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO

2007

Tese defendida e aprovada no Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Programa de Pós-Graduação em Administração, pela seguinte banca examinadora:

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Perez, Marcelo Monteiro

Uma contribuição ao estudo do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil / Marcelo Monteiro Perez.– São Paulo, 2007.

222 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2007

Bibliografia

1. Finanças das empresas 2. Valor(Administração) 3. Insolvência
I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.15

A Deus.

AGRADECIMENTOS

Mostrar gratidão é um exercício de humildade e reconhecimento para com todos aqueles que contribuíram ao longo da jornada. Olhando para trás, é possível observar um percurso árduo, extenso e cansativo, mas extremamente valioso e enriquecedor.

São inegáveis as transformações que um processo de doutorado promove na vida do aluno e na forma como ele vê o mundo e a si mesmo. Trata-se de uma experiência de amadurecimento e autoconhecimento que, provavelmente, trará frutos por toda a vida.

Cumprir com sucesso todas as etapas de um programa de doutorado sério, qualificado e exigente como o do Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo – FEA-USP e elaborar um trabalho desta magnitude é sempre o resultado do apoio e da contribuição de muitos. Mesmo sem espaço para citar todos que tiveram participações diretas e indiretas nesta trajetória, faço aqui os meus agradecimentos.

Ao meu eterno professor-orientador, Dr. Rubens Famá, pela sabedoria e leveza na orientação dos meus passos. Desde o início do meu programa de mestrado, foram sete anos de uma convivência instigante e de uma forte admiração pela consistência técnica do pesquisador e pela sensibilidade do ser humano.

Aos membros da minha banca de qualificação, ao Prof Dr. Hamilton Luiz Corrêa, cujas contribuições foram decisivas para a construção desta pesquisa e ao Prof. Dr. José Roberto Savóia, pelas sempre valiosas e consistentes recomendações nos momentos mais importantes da minha vida acadêmica.

Aos demais membros da banca examinadora, que gentilmente aceitaram o convite formulado; ao Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo, sempre solícito e atencioso, com quem tenho tido a honra de aprender, desde a pesquisa para minha dissertação de mestrado, e ao Prof. Dr. José Alberto dos Santos Claro, um líder disseminador da pesquisa científica e da educação avançada na cidade de Santos e região.

À FEA-USP, um núcleo de excelência no estudo da administração e suas ciências correlatas, e a todos os seus professores, pelos mais de dezoito anos de intenso aprendizado, desde minha graduação, meu programa de MBA, até este doutorado.

À Profa. Dra. Júlia Simões Felgar, pelo espírito científico, a incansável dedicação, a enorme paciência e pela minuciosa revisão de cada linha desta tese.

Ao conceituados profissionais especialistas em recuperação de empresas entrevistados que, com bom humor e inteligência para lidar com temas tão complexos, abriram espaços em suas concorridas agendas e se dispuseram a contribuir para esta pesquisa: Antônio Toro, Cristiana Ferraz, Eduardo Gomide, Fabio B. Astrauskas, Glauco Abdala Lima, James T. Lynch, Jorge Queiroz, José Bacellar, Keyler Rocha, Luis de Lucio, Luis Vasco Elias, Luiz Fernando Paiva, Marcelo Nobre, Nelson de Sampaio Bastos, Paulo Shinohara, Pedro Paulo Campos, Renato Mange, Richard Doern, Salvatore Milanese, Sérgio Almeida, Sérgio Pinheiro, além dos três gestores vencedores.

Aos grandes amigos Luiz Cláudio Passareli e Humberto Tognelli Jr., excelentes profissionais, pela disponibilidade e pelo talento para ajudar a construir este trabalho.

Aos queridos Deborah Kirschbaum, Eduardo Braga, Gustavo Chicarino, Karen Perrotta Lopes e Silvia Salmasi, pela parceria e amizade, que extrapolam os muros da cidade universitária.

Ao Prof. Júlio Simões Jr. e toda sua equipe, por segurar as encrencas em minhas ausências.

À Rita, minha grande companheira, pela compreensão dos inúmeros sacrifícios necessários para que esta etapa fosse vencida, pelas revisões, coleta de dados; mas, sobretudo, por cuidar, com muito amor, de mim e da nossa Mel.

À minha família, especialmente, a minha mãe Vera e meu pai Gil, sem qualquer dúvida, os alicerces mais sólidos e profundos da minha vida e do meu caráter, por todo o amor, apoio, incentivo, pelas orações diárias e pelo exemplo.

A todos, MUITO OBRIGADO.

**“Não é o mais forte que sobrevive, nem o mais inteligente,
mas, sim, aquele da espécie mais sensível às mudanças”**

Charles Darwin

RESUMO

Inúmeras razões podem levar uma empresa até então saudável a enfrentar dificuldades financeiras. Entretanto, as pesquisas demonstram que a falta de liquidez, geralmente, não é o problema central, mas apenas uma consequência de outros fatores que, possivelmente, já manifestaram seus sintomas antes da crise financeira se instalar. Se os primeiros indícios desta situação puderem ser percebidos em tempo hábil, talvez a espiral decrescente possa ser evitada ou revertida, desde que haja um trabalho consciente de detecção dos reais problemas enfrentados pela empresa, conjugado com intervenções rápidas e eficazes que restabeleçam o seu equilíbrio econômico e financeiro. Esta tese estuda todo este processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras, desde os sinais de uma eventual deterioração, o diagnóstico que identifique suas causas, a formulação de um plano de recuperação e a sua negociação com os *stakeholders* em circunstâncias de fortes conflitos de interesses, até o *turnaround* em si. Os objetivos centrais foram identificar fatores críticos que mais podem contribuir para o sucesso de uma recuperação e propor um modelo teórico que sirva de referência para a estruturação destes processos. Para tanto, esta tese desenvolveu uma significativa pesquisa qualitativa, com características descritivas, explicativas e exploratórias. A técnica utilizada como estratégia de coleta de dados foi a entrevista individual e em profundidade, visto que se buscava conhecer detalhes de um processo e o universo da pesquisa é composto por *experts* profissionais. Todas as entrevistas foram conduzidas com base em um formulário de pesquisa semi-estruturado e flexível, o que permitiu grande interação ao longo de diálogos orientados. A amostra da pesquisa se baseou no critério da representatividade, permitindo aprofundamento, abrangência e diversidade na compreensão das múltiplas dimensões de um *turnaround*. Foram entrevistados conceituados consultores com vasta experiência nesta atividade, além de outros importantes agentes envolvidos neste processo, como investidores, gestores, advogados e administradores judiciais. Trata-se de uma amostra representativa, cujo valor provém do conhecimento, da experiência e da reputação dos profissionais ouvidos. Os resultados da pesquisa distinguem causas e sintomas das crises financeiras e evidenciam a existência de problemas recorrentes, padrões de atitudes, erros e comportamentos que precedem o insucesso das empresas. Foram identificados dez fatores críticos de sucesso para a recuperação de empresas em dificuldades financeiras; são eles: negociação, estabilização, tempo, atitude, os fundamentos do negócio, credibilidade, informação, unidade de comando, implementação e uma oportunidade. Por fim, foi proposto um modelo conceitual com três dimensões básicas: estratégica, organizacional e financeira, cujas fases em cada dimensão evoluem ao longo do tempo e afetam a função-objetivo da empresa.

ABSTRACT

A previously healthy company can find itself in financial difficulty for countless reasons. Research shows, however, that lack of liquidity is generally not the central problem, but a consequence of other factors, whose symptoms may have already started to appear before the financial crisis began. If the first signs of this situation can be recognized far enough in advance, the downward spiral may be avoided or even reversed, as long as there is a conscious effort to detect the company's real problems, together with quick, effective interventions to reestablish economic and financial balance. This thesis examines the whole turnaround process of companies in financial difficulty, from the first signs of deterioration, through a diagnosis of the causes, the formulation of a recovery plan and negotiations with stakeholders in a situation where there are strong conflicts of interests, to the actual turnaround itself. Our main objectives were to identify the critical factors that most contributed to the success of a recovery and to propose a theoretical model to serve as a reference for the structuring of these processes. To this end, this thesis involved an extensive qualitative study, which was descriptive, explanatory, and exploratory. We used in-depth, individual interviews as a data collection strategy, since we were interested in the details of the process, and the interviewees were all experts. All of the interviews were based on a loosely structured, flexible questionnaire, which allowed a great deal of interaction throughout the prompted conversations. Study participants were chosen for their representativeness, allowing for depth, breadth, and diversity in the understanding of the multiple dimensions of a turnaround. We interviewed highly respected consultants with extensive experience in the area, as well as other important agents in the process, such as investors, managers, lawyers, and legal administrators. It is a representative sampling, whose value is derived from the knowledge, experience, and reputation of the professionals interviewed. The results of the study distinguish between causes and symptoms of financial crises and show that there are recurrent problems and patterns of attitudes, errors, and behaviors that precede such crises within companies. We identified ten factors critical to the successful recovery of companies experiencing financial difficulties, these being: negotiation, stabilization, time, attitude, business foundations, credibility, information, unity of command, implementation, and an opportunity. Finally, we propose a conceptual model with three basic dimensions – strategic, organizational, and financial – whose phases in each dimension develop over time and affect the objective function of the company.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	03
LISTA DE QUADROS	04
1 INTRODUÇÃO	05
1.1 Apresentação da pesquisa	05
1.2 Delimitação do tema	07
1.3 Problema da pesquisa	08
1.4 Objetivos da pesquisa	09
1.5 Importância e justificativa da tese	10
1.6 Originalidade da pesquisa	14
1.7 Limitações da pesquisa	15
1.8 Estrutura da tese	17
2 CONCEITOS FUNDAMENTAIS	19
2.1 Dificuldades financeiras	19
2.1.1 Custos das dificuldades financeiras	21
2.2 Ciclo de vida das empresas	25
2.2.1 As fases do ciclo de vida	28
2.2.2 As decisões financeiras e o ciclo de vida das empresas	33
2.2.3 As oportunidades de recuperação e o ciclo de vida das empresas	35
3 A NOVA LEI DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E FALÊNCIAS	37
3.1 Importância de uma legislação falimentar adequada	37
3.2 A legislação falimentar anterior	39
3.3 A nova legislação brasileira	42
3.4 Os novos elementos trazidos pela Lei nº 11.101/05	45
3.5 Potenciais problemas da nova lei	48
4 DETERIORAÇÃO, DIAGNÓSTICO E FORMULAÇÃO DO PLANO	51
4.1 Os sintomas da dificuldade	55
4.2 A deterioração da empresa e o agravamento da crise	57
4.3 Diagnóstico empresarial	61
4.4 As causas mais comuns	67
4.5 A formulação do plano de recuperação	75
5 CONFLITOS DE INTERESSES E O TESTE DE FALÊNCIA	79
5.1 Conflitos de interesses	79
5.2 Teste de falência	88
6 TURNAROUND	97
6.1 Conceitos de <i>turnaround</i> e reestruturação	97
6.2 Objetivos do <i>turnaround</i>	99
6.3 Elementos importantes para o <i>turnaround</i>	100
6.4 Modelos conceituais para o processo de recuperação	106
6.5 Ações de reestruturação	115
6.5.1 Ações de natureza estratégica	118
6.5.2 Ações de natureza operacional e organizacional	118
6.5.3 Ações de natureza financeira	119
6.6 Prevenção de crises	123
7 A PESQUISA	129
7.1 Metodologia da pesquisa	129
7.1.1 Configuração da pesquisa	129
7.1.2 Procedimentos metodológicos da pesquisa qualitativa	130

7.1.3 Estratégia de coleta de dados	132
7.1.4 A amostra da pesquisa	133
7.1.5 Tratamento dos dados e análise das informações coletadas	136
7.2 Resultados da pesquisa e concepção do modelo	138
7.2.1 As causas principais, recorrentes e os padrões identificados	139
7.2.2 Os fatores críticos que mais contribuem para o êxito do <i>turnaround</i>	149
7.2.3 Proposição de um modelo conceitual para a recuperação de empresas	177
CONSIDERAÇÕES FINAIS	197
REFERÊNCIAS	203
APÊNDICES	217

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos sobre as causas do declínio	73
Quadro 2 – Detalhamento do elemento-chave para um <i>turnaround</i>	102
Quadro 3 – Resumo dos elementos importantes para o <i>turnaround</i>	106
Quadro 4 – Respostas adotadas para a queda de performance	117
Quadro 5 – Profissionais e empresas que participaram da pesquisa	135
Quadro 6 – Resumo dos fatores críticos.....	173

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Principais fontes de recursos utilizadas para montar a empresa	12
Figura 2 – Concepção da fundamentação teórica.....	18
Figura 3 – Teoria da substitutibilidade da estrutura de capital	22
Figura 4 – Flexibilidade e controle ao longo do ciclo de vida das organizações	27
Figura 5 – As fases do ciclo de vida das organizações	28
Figura 6 – Equilíbrio entre as decisões financeiras	33
Figura 7 – Ciclo de vida e o conceito 5R	36
Figura 8 – Tempo gasto para concluir a insolvência	39
Figura 9 – Opinião dos empresários sobre a nova lei	44
Figura 10 – Falências requeridas no Brasil entre 2004 e 2007	47
Figura 11 – O que precisa mudar na nova lei	50
Figura 12 – O processo de deterioração empresarial em função do tempo	54
Figura 13 – Os quatro estágios da deterioração empresarial	59
Figura 14 – A diferença entre a situação real da empresa e a situação reportada	81
Figura 15 – Conflitos de interesses na empresa	83
Figura 16 – Trilha do diagnóstico para regeneração do valor	91
Figura 17 – Fatores que contribuem para a viabilidade de uma recuperação	93
Figura 18 – Tipos de situação de recuperação	101
Figura 19 – Estágios iniciais de um processo de recuperação de empresas	107
Figura 20 – Modelo proposto pro Slatter e Lovett	108
Figura 21 – O processo de recuperação de valor	112
Figura 22 – O modelo teórico de <i>turnaround</i>	113
Figura 23 – Processo de declínio e prevenção de crises	125
Figura 24 – Diagrama de elaboração da pesquisa	137
Figura 25 – Percepções sobre a incidência de uma causa única para as crises	144
Figura 26 – A origem das causas	145
Figura 27 – A natureza das causas	146
Figura 28 – Os fatores que mais contribuem para o sucesso de um <i>turnaround</i>	150
Figura 29 – A necessidade de novos recursos para promover o <i>turnaround</i>	155
Figura 30 – As alternativas possíveis de recuperação em função do tempo	157
Figura 31 – Opinião sobre os custos de falência com a nova lei	176
Figura 32 – Organograma da gestão do <i>turnaround</i>	179
Figura 33 – Blindar a operação	181
Figura 34 – Dimensões do modelo proposto	183
Figura 35 – A dimensão financeira do modelo	186
Figura 36 – A dimensão organizacional do modelo	189
Figura 37 – A dimensão estratégica do modelo	192
Figura 38 – O modelo proposto e a função-objetivo da empresa	194
Figura 39 – O modelo de recuperação completo.....	196

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação da pesquisa

Em um ambiente de alta competição e sob uma perspectiva estritamente econômica, parece ser natural que algumas empresas, independente de seu porte, possam vivenciar uma fase de declínio, vindo a falir ou a encerrar suas atividades. Segundo Drucker (2006), é normal que as empresas enfrentem problemas de crescimento ou dificuldades em algum momento de sua história, como se fossem parte inerente de seu ciclo de vida organizacional.

Por sua vez, Altman *et al.* (1979), Mário (2005) e Mathias (1992) apontam a falência como um processo de seleção natural no mundo dos negócios, excluindo do mercado aqueles que não tenham capacidade de atuar de forma eficiente na economia. Altman (1983) também verificou que a maior parte das falências decretadas é de pequenas e médias empresas, reforçando a idéia de seleção natural exposta anteriormente.

Como está apresentado ao longo de todo este trabalho, insolvência ou dificuldades financeiras nem sempre precisam ser sinônimos de falência, porém revelam que algo não vai bem na empresa. Reiss e Phelps (1991) compactuam com esta visão e apontam que as organizações não se tornam financeiramente problemáticas da noite para o dia. Usualmente, os motivos que resultam em falta de liquidez são cumulativos e já podem vir gradativamente degradando a organização por um longo período de tempo, às vezes por anos.

As prováveis causas que podem levar uma empresa, mesmo considerada saudável, a enfrentar dificuldades financeiras são inúmeras, como: problemas de gestão, concorrência, mudanças tecnológicas, crescimento descontrolado, alavancagem excessiva etc. Percebe-se, assim, que a falta de caixa pode não ser o problema em si, mas apenas uma consequência de outros fatores que, possivelmente, já manifestaram seus sintomas antes da crise financeira se instalar.

Se as primeiras evidências desta deterioração puderem ser percebidas em tempo hábil, talvez a espiral decrescente possa ser evitada e revertida, desde que haja um trabalho consciente de detecção das verdadeiras causas dos problemas enfrentados, conjugado com intervenções rápidas e eficazes que restabeleçam o desejado equilíbrio econômico e financeiro da empresa.

Entretanto, apesar das dificuldades financeiras provocarem uma oportunidade de reflexão e reorganização da empresa, muitos administradores somente tomam decisões de reestruturação quando o declínio já alcançou um estágio crítico e a pressão externa, em especial por parte dos credores financeiros, é muito forte. Esta atitude tardia aliada à falta de providências adequadas, além de contribuir para o agravamento da crise, pode provocar demandas judiciais, forçando a empresa a buscar uma solução definitiva.

Há muito tempo vinha se discutindo no Brasil a necessidade de novos mecanismos que estimulassem a recuperação de empresas em dificuldades financeiras. Neste sentido, a Lei nº 11.101/05, também chamada de Lei de Recuperação de Empresas e Falências, em vigor desde 9 de junho de 2005, é considerada um avanço legal, pois tirou a discussão da esfera teórica, uma vez que criou novos institutos e condições jurídicas para viabilizar a recuperação das empresas consideradas economicamente viáveis, bem como para acelerar o processo de decretação de falência daquelas que se demonstrarem economicamente inviáveis.

A nova lei deve contribuir para os processos de recuperação de empresas em crise, pois trouxe a empresa para o centro do debate, criando instrumentos semelhantes aos adotados em economias mais desenvolvidas, de forma a possibilitar a viabilização da superação da crise econômico-financeira do devedor, estimulando, sempre que possível, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

Desta forma, a economia e as empresas brasileiras ganharam um referencial jurídico que regulamenta os procedimentos a serem adotados diante de problemas financeiros que possam comprometer a continuidade de operações viáveis, procurando evitar a destruição de riquezas, principalmente, quando busca preservar o valor dos ativos intangíveis das organizações e a sinergia entre todos os seus ativos, sejam eles tangíveis ou intangíveis.

Fica evidente que a nova legislação falimentar objetiva a chamada solução eficiente, ao preservar ativos os quais valem mais em conjunto e em operação do que isoladamente, pois o fluxo de caixa gerado pela empresa em marcha tende a ser maior do que aquele gerado pela alocação isolada dos diversos ativos em usos alternativos.

No entanto, apesar desse avanço legal, a experiência tem demonstrado que, efetivamente, os fundamentos de natureza econômica são mais determinantes para a recuperação de empresas

em dificuldades financeiras do que os aspectos jurídicos. Mesmo assim, como se mostra nesta pesquisa, a recuperação de empresas no Brasil ainda está muito judicializada.

A ameaça da falência e a oportunidade que a lei concede à empresa para se recuperar sob a proteção legal não devem ser desprezadas. Entretanto, cabe ao empresário uma atitude pró-ativa em buscar auxílio, muitas vezes externo, para identificar as razões que o levaram à crise financeira, tomando consciência dos pontos fracos e fortes de sua empresa, de suas ameaças e oportunidades, com o objetivo de estruturar um plano de recuperação factível que possa resgatá-la, pois a persistência da situação de crise irá afetar negativamente a sua imagem institucional e comprometer sua gestão, colocando em risco a própria existência da organização.

É justamente neste ponto nevrálgico que esta tese se insere e aproveita a oportunidade da entrada em vigor da nova lei para abordar, sob a égide desse novo diploma legal, as etapas do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras, objetivando sempre o resgate e a preservação de valor para os seus provedores de capital, de forma que o processo de seleção natural no ambiente empresarial possa ser menos custoso aos diversos agentes econômicos envolvidos e à sociedade como um todo.

1.2 Delimitação do tema

O tema central desta tese é o estudo do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil, com foco no resgate e na preservação de valor econômico. Visando a atingir os objetivos que se propõe, esta pesquisa delimita sua abordagem em três etapas fundamentais e inter-relacionadas de um processo de recuperação:

1ª Etapa: a percepção e a evolução dos sintomas de uma eventual deterioração empresarial, o diagnóstico que possibilite identificar as verdadeiras causas das dificuldades financeiras e a conseqüente formulação de um plano de recuperação.

2ª Etapa: o chamado “teste de falência”, onde se analisa a viabilidade econômica do esforço de reestruturação, *vis-à-vis* às demais alternativas, em que estão presentes fortes conflitos de interesses entre os diversos *stakeholders*¹.

3ª Etapa: o *turnaround*² em si, ou seja, o processo de transformação da empresa, o tratamento que objetiva sanar as causas verdadeiras dos problemas que a levaram à crise financeira, contemplando desde a implantação de um plano de recuperação, eventualmente aprovado pelos credores, até o trabalho de prevenção de novas crises.

1.3 Problema da pesquisa

Esta pesquisa reconhece a preocupação dos diversos agentes econômicos com o resgate de valor de empresas em crise financeira e parte do pressuposto fundamental, de que processos de recuperação devem visar, acima de tudo, à preservação do valor da empresa ou de seus ativos, tanto para os seus acionistas, como para os demais *stakeholders*.

A pesquisa estabelece ainda o pressuposto conceitual de que a mortalidade das empresas não ocorre apenas como uma fase natural do ciclo de vida, apesar de reconhecer a importância desta abordagem nas etapas de diagnóstico e de recuperação da organização, mas entende que as dificuldades financeiras e, eventualmente, até a própria falência podem ser oriundas de uma série de fatores ligados ao empreendedor, à própria empresa e sua gestão, ao seu mercado e ao ambiente externo.

A partir do conceito de *driver* ou direcionador, criou-se a premissa de que possam existir fatores críticos ou direcionadores de sucesso no processo de recuperação de organizações com sérios problemas de liquidez, que forneçam parâmetros e norteiem o *turnaround*, visando a resgatar a solvência financeira da empresa, reequilibrando-a economicamente e recuperando seu valor.

¹ *Stakeholders* são todos os indivíduos ou grupos que podem afetar ou serem afetados de forma substancial pelo bem estar da empresa, como acionistas, funcionários, fornecedores, credores, governo, clientes etc.

² *Turnaround* – correção de rumo; transformação e recuperação de empresas em crise.

Portanto, com base na literatura técnica e na experiência vivida de reconhecidos profissionais especialistas em recuperação de empresas insolventes, as perguntas genéricas a que esta pesquisa se propõe a responder são: é possível identificar um conjunto de fatores que mais contribuam para o êxito do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras? Se sim, quais são estes fatores? Será que é possível construir um modelo teórico que forneça referenciais e parâmetros para a organização de um *turnaround*?

1.4 Objetivos da pesquisa

Diante do exposto, os objetivos centrais deste trabalho consistem em identificar, descrever e caracterizar quais são os possíveis fatores críticos que mais contribuem para o sucesso de processos de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil e propor um modelo teórico que sirva de referência para a estruturação destes processos.

As inquietações descritas e o desafio de alcançar os objetivos centrais, por consequência, conduziram a um elenco de objetivos específicos a que esta pesquisa também se propõe atingir, respondendo, assim, às perguntas apresentadas como problema de pesquisa. São eles:

- a) identificar razões e causas que possam levar empresas a uma situação de insolvência, seja ela repentina ou decorrente de um processo de deterioração, compreendendo os principais sintomas apresentados até o início da crise financeira;
- b) identificar possíveis causas recorrentes, padrões de ação, de erros, de comportamentos, atitudes ou inércia empresarial, que precedam o insucesso das empresas.

Assim, conforme os objetivos descritos acima, esta pesquisa aceita o desafio de avançar em uma área importante de estudos e se propõe a sistematizar conhecimento sobre *turnaround* de empresas em dificuldades financeiras, como um conjunto estruturado de estratégias, práticas e atitudes que, se aplicado de forma ordenada e coordenada, pode ampliar a probabilidade de recuperação de empresas, contribuindo para o desenvolvimento da teoria.

Por fim, este trabalho espera disponibilizar um referencial acadêmico adequado, que possa auxiliar credores, investidores, tomadores de decisão e o poder judiciário na condução e na avaliação dos processos de recuperação de empresas, preservando aquelas economicamente viáveis e liquidando as inviáveis, minimizando a destruição de valor e de riquezas.

1.5 Importância e justificativa da tese

Como descrito na apresentação desta pesquisa, a falência, como processo de seleção natural, possui um papel relevante no saneamento do setor empresarial, gerando uma conseqüente eficiência na realocação dos recursos econômicos.

É importante ressaltar que a falência, como fenômeno, também pode ser um problema para as empresas, para seus setores de atuação, para a economia e para a sociedade, principalmente, se organizações potencialmente viáveis estiverem tendo sua falência decretada pela falta de uma oportunidade para superar as dificuldades financeiras inerentes à atividade empresarial.

Em uma era de globalização e de crescente competitividade, a habilidade de uma Nação em empregar e reempregar seus ativos eficientemente é um componente crucial de sua capacidade competitiva. Um elemento crítico dessa habilidade é a forma como organizações insolventes são tratadas (BROWN, 2004, p. 17).

A nova lei falimentar brasileira reconhece a função social da empresa, de seus ativos e a importância do fomento à atividade econômica, ao tentar criar as condições jurídicas necessárias para que uma organização em dificuldade se reestruture, recuperando sua liquidez, mantendo o emprego dos trabalhadores, a fonte produtora e o interesse dos credores.

A concepção de que a empresa é uma importante célula social, criadora potencial de riquezas e de empregos, aliada a um conseqüente incentivo para o seu fortalecimento e a sua preservação, contribui para o desenvolvimento econômico e social da nação, pois ajuda a manter empregos, gerar receita para o Estado por meio do pagamento de tributos, satisfazer as necessidades dos consumidores e produzir lucros aos seus investidores.

Drucker (1995) também prenuncia a necessidade de preservação das organizações, pois, para este pensador, a humanidade vive atualmente a sociedade do conhecimento, que passa a ser o principal recurso econômico para os indivíduos e para a economia em geral; porém, ressalva o autor, o conhecimento só se torna produtivo quando integrado a uma tarefa dentro de uma organização e, por isso, a sociedade do conhecimento também é uma sociedade de organizações.

Assim, a oportunidade trazida pela entrada em vigor da Lei de Recuperação de Empresas e Falências reforça o significado e a pertinência desta tese de doutorado, já que a nova lei objetiva introduzir no Brasil uma nova cultura de revigoramento e prevenção de crises.

É preciso registrar que o amparo jurídico, apesar de fundamental, não assegura a sobrevivência da organização. Para que as empresas possam continuar cumprindo sua função social no longo prazo, é essencial que se encontre um equilíbrio entre responsabilidade social e racionalidade econômica. Portanto, o verdadeiro papel social da nova lei está em criar as condições jurídicas que possibilitem a recuperação de empresas economicamente viáveis e que, porventura, estejam enfrentando dificuldades financeiras, colaborando para que elas voltem a se tornar participantes competitivas e produtivas da economia.

Contudo, como se busca demonstrar neste trabalho, o sucesso e a efetiva recuperação da empresa dependerão muito mais de um processo integrado de reestruturação, com importantes ações de gestão a serem tomadas, do que de medidas judiciais.

Pois, por melhor que seja o suporte jurídico, se for efetuado um diagnóstico errado sobre as verdadeiras causas dos problemas que levaram a empresa à crise financeira, estar-se-á direcionando esta empresa a um prognóstico equivocado e, eventualmente, a uma decisão de viabilidade distorcida, fatos estes que destruirão ainda mais valor aos acionistas, aos credores e aos demais *stakeholders*.

Ressalte-se, ainda, que um processo de recuperação mal conduzido pode levar à falência mesmo aquelas empresas que inicialmente tenham demonstrado ser economicamente viáveis, já que consumirá tempo, limites de crédito, os poucos recursos financeiros remanescentes, podendo destruir o valor dos ativos intangíveis, além de desgastar a credibilidade da organização e o seu relacionamento com os credores. Talvez não haja uma segunda chance.

Altman (1993) demonstra que falência é uma preocupação mundial e aponta que, mesmo nos Estados Unidos, cerca de 50% das empresas fecham suas portas antes de completarem cinco anos de existência. Em sua tese de doutoramento, Ferreira (2006) traz pesquisas semelhantes no Brasil e aponta que, por aqui, entre 60% e 70% das empresas encerram suas atividades nos primeiros cinco anos.

O custo social destas altas taxas de mortalidade é muito alto. Apenas para exemplificar esta afirmação, pode-se mencionar a pesquisa elaborada pelo Sebrae³ (2004) com pequenas e médias empresas no período de 2000 a 2002, onde, de acordo com seus dados, 772.679 empresas por todo o Brasil encerraram suas atividades no período mencionado, ocasionando uma perda de 2,4 milhões de empregos diretos.

Outra pesquisa semelhante efetuada pelo Sebrae-SP (2005) estimou o impacto deste custo social em São Paulo. Segundo a pesquisa, apenas em 2004, 73 mil empresas foram fechadas no estado, eliminando 281 mil postos de trabalho diretos, desperdiçando R\$ 13,1 bilhões de faturamento e destruindo R\$ 1,7 bilhão de poupança pessoal - capital investido perdido.

A pesquisa do Sebrae-SP (2005) identificou, ainda, as principais fontes de recursos utilizadas pelo pequeno empresário para o financiamento e estruturação dos novos negócios, conforme o gráfico a seguir. Os resultados ratificam as preocupações existentes, já que a principal fonte permanece sendo a poupança pessoal ou familiar.

Figura 1 – Principais fontes de recursos utilizadas para montar a empresa
Fonte: Sebrae-SP (2005)

³ Apesar de reconhecer que as micro e pequenas empresas possuem características próprias, este trabalho optou por incluir estas estatísticas em função da representatividade social destas empresas na economia. Conforme pesquisa realizada pelo próprio Sebrae (2005), as micro e pequenas empresas representam 99% das empresas brasileiras, respondendo por mais de 70% dos postos de trabalho do setor privado e 20% do PIB nacional. Mittelstaedt (2005) informa que, também nos Estados Unidos, 99% das empresas têm menos de 500 funcionários, mas são responsáveis por 50% dos postos de trabalho e 50% do PIB nacional.

Mesmo com a gravidade dos números apurados, as pesquisas acima estão subdimensionadas e não expressam a realidade, em especial, quando se considera que grande parte das empresas no Brasil vive na informalidade, além do fato de muitos negócios fecharem suas portas sem dar baixa nas instituições oficiais de registro, encerrando suas atividades, por exemplo, pela simples descontinuidade, pela venda ou pela transformação da sociedade.

Estes dados têm atraído cada vez mais a atenção de associações profissionais e entidades acadêmicas, tanto que se observa um volume crescente de pesquisas sobre estes índices de falências requeridas ou decretadas e seus impactos na economia e para a sociedade.

Altman (1993) ainda faz referência ao real interesse das comunidades acadêmicas e empresariais pelo tema, demonstrando a crescente importância que falência e recuperações vêm conquistando, inclusive, com a criação de novas oportunidades de negócios. Sigoloff (1991) reforça que, desde o início dos anos 90, *turnaround* e recuperação de empresas vêm crescendo e se difundindo por todo o mundo, não apenas em tamanho, mas, principalmente, na sofisticação de suas técnicas e na especialização de seus profissionais.

Portanto, este trabalho trata de um tema cujo interesse é crescente e justificado por todas as razões expostas, sobretudo no Brasil, onde a expectativa gerada pelas oportunidades e pelos reflexos que a nova legislação falimentar traz já vem estimulando as principais empresas de consultoria a montar departamentos específicos para assessorar seus clientes e o poder judiciário a resolver problemas desta natureza.

Por fim, Bibeault (1999) aponta que, apesar de existir um grande interesse pelo tema, muito pouco se pesquisa e se escreve sobre recuperação de empresas em dificuldades financeiras por todo o mundo. Para o autor, isto se deve a algumas razões básicas: trata-se de um assunto complexo, subjetivo e com um escopo multidisciplinar muito grande; e os profissionais competentes e habilitados a escrever sobre o mesmo são muito demandados pelo mercado, estão ocupados e nem sempre dispostos a divulgar estes conhecimentos.

Esta pesquisa se propõe a enfrentar o desafio de ajudar a construir teoria sobre o *turnaround* de empresas em crise, pois constatou a pouca bibliografia existente no Brasil sobre o tema, em geral, trabalhos de cunho jurídico, com análises, comentários e interpretações técnicas sobre

os artigos da lei ou apenas de natureza contábil, por meio de modelos de previsão de falências com base nas demonstrações financeiras.

1.6 Originalidade da pesquisa

Segundo Martins (2004), uma tese de doutorado consiste em um trabalho de investigação que represente contribuição original ao estado da arte do tema tratado. Para Eco (1989), espera-se que o tema da tese esteja bem delimitado e que a pesquisa apresente resultados que façam avançar a disciplina à qual se dedica. Acredita-se que esta pesquisa preencha aos pontos requeridos.

A escolha do tema “recuperação de empresas em dificuldades financeiras” também foi norteada pelos critérios de importância, oportunidade, originalidade e viabilidade, conforme os preceitos de Martins (2002).

Esta tese crê ter conseguido satisfazer aos quatro critérios apontados, colocando-se, efetivamente, como uma investigação original, pois não se conhece outro trabalho científico no Brasil que aborde todas as etapas de um *turnaround* empresarial sob a égide da nova legislação falimentar brasileira, que se debruce especificamente nos fatores críticos que mais contribuem para a recuperação de empresas em dificuldades financeiras e ainda proponha um modelo teórico referencial.

Apesar de ser absolutamente multidisciplinar, o tema em estudo é carente de referenciais teóricos consistentes sob a ótica da administração no Brasil. As obras aqui encontradas tratam o assunto sob duas visões dominantes: a) visão jurídica, focada em comentários e análises do novo diploma legal, o que reforça a tese de forte judicialização dos processos de recuperação de empresas no Brasil, ainda majoritariamente conduzidos por advogados; e b) a visão contábil, inicialmente aqui introduzida por Kanitz (1978), que concentra seus esforços no desenho de modelos estatísticos ou econométricos para predição de falências, com base em informações contábeis e financeiras.

É evidente que não se trata de um assunto meramente jurídico ou contábil, mas também administrativo e financeiro, tanto que a nova lei reforça essa importância. Desta forma, esta

pesquisa insere o administrador nos processos de recuperação de empresas, demonstrando seu papel e sua potencial contribuição.

1.7 Limitações da pesquisa

O desenvolvimento desta pesquisa possui importantes limitações que precisam ser destacadas, pois podem afetar sua avaliação, sua compreensão e a análise dos resultados obtidos. As principais limitações são apresentadas a seguir.

Sabe-se que o estudo do processo de recuperação de empresas possui um caráter amplo e multidisciplinar, que envolve inúmeras áreas de conhecimento, como finanças, administração estratégica, estruturas organizacionais, processos de negócios, direito, contabilidade, mercado financeiro e de capitais, dentre outras, o que pode gerar inúmeras perspectivas diferentes para a concepção e a organização de um trabalho científico.

Para atingir os objetivos que se propôs, esta pesquisa adotou uma abordagem balanceada, sem jamais perder a ótica administrativa e financeira, mas procurando abranger os fatores mais relevantes e os principais interesses envolvidos, permitindo, assim, que se considerem diversas opções possíveis de serem seguidas, ao invés de se recorrer imediatamente às soluções polares como o socorro governamental, a falência ou o abandono.

Este trabalho aprofunda sua atenção nos aspectos estratégicos, organizacionais e financeiros dos processos de recuperação de empresas e não pretende analisar criticamente alguns elementos aqui abordados, em especial, a nova legislação brasileira sobre o tema. Apesar de necessária para uma melhor compreensão da pesquisa como um todo, tal legislação não é considerada foco de estudo e está apresentada apenas de forma restrita e complementar.

A significativa abrangência dos campos de estudo correlatos ao tema reforça a necessidade de uma limitação; por outro lado, estimula o desenvolvimento de novas pesquisas, como se evidencia ao longo deste trabalho.

Entretanto, a limitação mais relevante desta tese certamente está na dificuldade encontrada para sua realização no Brasil, onde praticamente inexistem fontes de dados disponíveis,

acessíveis e confiáveis para pesquisas sobre o tema. Ao mesmo tempo, várias informações, por vezes, estão protegidas por cláusulas de confidencialidade ou por segredo de justiça.

Alie-se às dificuldades já mencionadas, o pouco acesso a processos judiciais em curso e uma realidade processual onde inúmeras informações contidas em seus autos, muitas vezes, são controversas entre as próprias partes do processo. Processos judiciais representam buscas por interesses particulares e nem sempre espelham a realidade dos fatos.

Além disso, como a grande maioria dos processos de recuperação iniciados após o advento da nova lei ainda está em curso, as empresas e os pesquisadores não têm possibilidade de fazer, por enquanto, uma avaliação conclusiva sobre tais casos.

É necessário, ainda, que seja considerada a realidade humana, potencializada por uma cultura de punir o fracassado que, muitas vezes, evita assumir os próprios erros. Nesta circunstância, é de se esperar que empresários e funcionários de empresas em dificuldades financeiras possam omitir dados, interpretar informações de maneira equivocada ou distorcer fatos sobre as verdadeiras causas que contribuíram para a crise, o que, certamente, levaria a uma pesquisa cujos resultados poderiam ser irrealis e desvirtuados.

Outra variável que pode afetar os resultados da pesquisa é a influência de fatores externos, como inflação, crescimento econômico, taxas de juros e de câmbio, dentre outros, no desempenho empresarial e na falência. Mário (2005) revela que empresas chegam à falência tanto por fatores internos quanto por fatores externos e que existe uma relação causal entre diversas variáveis macroeconômicas e o fenômeno da falência, ou seja, a probabilidade do crescimento de falências e de insucessos na recuperação da empresa também está relacionada com o desempenho econômico do país. No entanto, para Mário (2005), as causas da falência não são apenas externas, mas estas existem e podem ser relevantes. Mesmo assim, o próprio autor ressalva que esta análise deve ser feita por setor da economia, em especial, para aqueles mais suscetíveis a variações econômicas.

Sob tais perspectivas, esta pesquisa limita-se aos objetivos já especificados, não pretendendo, em momento algum, esgotar o assunto, pois entende que, em função da fase embrionária que se encontra o desenvolvimento do tema no Brasil e suas pesquisas correlatas, ainda há um longo caminho a ser percorrido.

1.8 Estrutura da tese

A presente tese, em seus elementos textuais, está composta por esta introdução, considerada o primeiro capítulo, por cinco capítulos teóricos inter-relacionados, pelo capítulo dedicado à pesquisa empírica, sendo concluída pelas considerações que enfeixam o estudo pretendido.

O segundo capítulo aborda alguns fundamentos teóricos necessários para desenvolvimento e uma melhor compreensão da pesquisa, como conceituação de dificuldades financeiras e seus temas derivados. Aborda, também, o entendimento do ciclo de vida empresarial e seus impactos nas decisões financeiras da empresa.

O terceiro capítulo faz uma breve apresentação da Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências em vigor no Brasil, pois diversos conceitos utilizados nos capítulos subsequentes fazem referência a esta legislação e aos elementos por ela introduzidos.

O quarto capítulo apresenta o percurso da deterioração empresarial, desde a percepção de seus sintomas iniciais, incluindo a etapa de diagnóstico para identificação de suas causas originárias, até a formulação do plano de recuperação.

O quinto capítulo estuda os potenciais conflitos de interesses entre os diversos *stakeholders* envolvidos em processo de recuperação de empresas e como estes conflitos podem afetar o “teste de falência”, que avalia a viabilidade econômica do esforço de reestruturação e a necessidade de aporte de novos recursos para realizá-lo, *vis-à-vis* às demais alternativas.

O sexto capítulo busca tratar das fases internas do processo de *turnaround* em dificuldades financeiras, compreendendo desde a implantação de um plano de recuperação, eventualmente aprovado pelos credores, até o trabalho de prevenção de novas crises.

O sétimo capítulo apresenta a metodologia de pesquisa adotada neste estudo, seus métodos, procedimentos e instrumentos de pesquisa, além de apresentar a descrição e a análise dos resultados da pesquisa empírica. Este capítulo apresenta ainda o modelo proposto para o processo de recuperação e seus pilares conceituais.

Para finalizar, são tecidas considerações sobre o trabalho desenvolvido e apresenta-se a bibliografia utilizada para a fundamentação teórica da pesquisa e os apêndices.

A figura 2 abaixo ilustra a concepção da fundamentação teórica deste trabalho, evidenciando o caráter processual da recuperação de empresas em crise financeira.

Figura 2 – Concepção da fundamentação teórica

Fonte: O autor

2 CONCEITOS FUNDAMENTAIS

Este capítulo tem como objetivo apresentar e definir conceitos importantes que são utilizados ao longo da tese. Essa breve descrição técnica contribui para uma melhor precisão conceitual de alguns termos, permitindo ao leitor uma maior compreensão do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras e uma interpretação mais adequada dos resultados desta pesquisa.

2.1 Dificuldades financeiras

A liquidez empresarial ainda é um tema controverso, porém considerado o terceiro vetor determinante no valor das empresas. Para a tradicional teoria de finanças, um administrador cria valor aos seus acionistas a partir das decisões de orçamento de capital, de estrutura de capital e da preservação da liquidez da empresa, por meio da gestão dos fluxos de caixa no curto prazo, equacionando as defasagens e a falta de sincronia entre as entradas e saídas de caixa das atividades operacionais.

O conceito de liquidez de uma empresa pode ser entendido como sua disponibilidade imediata de recursos financeiros para fazer frente às obrigações e aos seus compromissos contratuais. Eventuais problemas enfrentados para honrar tais pagamentos em suas respectivas datas de vencimento são considerados indícios de dificuldades financeiras.

Contudo, dificuldades financeiras e insolvência são termos muitas vezes indiscriminadamente utilizados como sinônimos. É importante que se faça uma correta distinção entre ambos.

Segundo Wruck (1990, p. 421) uma situação de dificuldade financeira ocorre “quando seu fluxo de caixa é insuficiente para cobrir as obrigações correntes”. Já o conceito de insolvência vai além das dificuldades financeiras no curto prazo, sendo o inadimplemento da empresa, usualmente, apenas um alerta, pois muitos administradores só percebem um eventual risco de insolvência, quando os primeiros sintomas de baixa liquidez aparecem.

Nesse sentido, a empresa pode estar inadimplente ou em dificuldades financeiras, mas ainda não estar insolvente. A situação de insolvência se caracteriza como o agravamento da crise financeira, quando a organização não possui recursos necessários e se mostra absolutamente incapaz de pagar suas dívidas.

A literatura demonstra que a insolvência pode ser conceitualmente classificada de duas formas: a) insolvência baseada em fluxos ou *flow-based insolvency*, também chamada de insolvência técnica ou *technical insolvency*, que se caracteriza por uma situação em que o devedor está incapacitado de pagar suas dívidas; e b) insolvência baseada em saldos também chamada de *stock-based insolvency* ou insolvência baseada em estoques, quando o valor dos seus ativos é inferior ao valor dos passivos, apresentando um patrimônio líquido negativo.

Altman (1993) aponta que a insolvência técnica diz respeito à falta de liquidez da firma, o que impossibilita o cumprimento de suas obrigações, ou seja, uma persistência do inadimplemento e das dificuldades financeiras, mas que pode ser apenas uma condição temporária. Por outro lado, a insolvência de estoque, conforme Wruck (1990), ocorre quando a firma tem valor econômico negativo, ou seja, o valor presente dos fluxos de caixa futuros é menor que o total de suas obrigações, o que, de acordo com Altman (1993), reforça a idéia de uma situação crônica e não mais temporária, pois a firma possui um passivo total que excede a valoração econômica justa do seu montante de ativos.

Este estudo frisa que tal distinção é de grande importância para o diagnóstico da situação econômica e financeira de uma empresa em crise, porque o primeiro tipo de insolvência, como mencionado, pode ser transitório e logo a empresa recuperar um bom nível de liquidez, enquanto o segundo tem um caráter permanente e só apresentará perspectivas de reversão se providências mais enérgicas forem tomadas.

Wruck (1990) afirma que a insolvência baseada em fluxos dá aos credores prejudicados o direito de demandar uma reestruturação, pois os contratos com a firma foram violados. No entanto, se a mesma está insolvente baseada em estoques, mas ainda consegue cumprir com suas obrigações financeiras assumidas, os credores têm pouco poder para intervir, uma vez que nenhum compromisso deixou de ser honrado.

Isto é relevante, visto que a insolvência baseada em estoques nem sempre aparece de forma clara, porque as empresas em dificuldades financeiras, em especial as pequenas empresas, por vezes omitem passivos e nem sempre efetuam os devidos provisionamentos.

Apesar da menor gravidade, a persistência da insolvência baseada em fluxos pode ser um sinal efetivo de que as coisas não estão bem e que, se as causas originais não forem detectadas e medidas saneadoras não forem tomadas tempestivamente, a falência poderá ser inevitável ou a empresa poderá ser forçada a liquidar ativos.

Por outro lado, Wruck (1990) relaciona alguns benefícios que as dificuldades financeiras trazem para a empresa, sejam benefícios fiscais, administrativos ou mesmo legais. No entanto, a própria Wruck (1990) e Ross *et al.* (1995) salientam que as dificuldades financeiras afetam mais do que a estrutura financeira das empresas, podendo iniciar um processo de mudança que crie valor para os seus provedores de capital, uma vez que forçam as companhias a reavaliar seu modelo de governança, sua estratégia e sua estrutura. Uma recuperação bem sucedida pode não apenas assegurar a sobrevivência da empresa, como ainda alçá-la a alcançar uma posição competitiva superior e sustentável.

Por isso, antever o risco de uma eventual dificuldade financeira e tomar medidas corretivas antes que o quadro se agrave é vital, onde este conhecimento antecipado se transforma em um instrumento valioso para evitar situações potencialmente irreversíveis de insolvência baseada em estoques, permitindo a adoção de um plano de reestruturação que atenuar os custos deste processo e eleve a probabilidade de sucesso da recuperação.

2.1.1 Custos das dificuldades financeiras

Este trabalho explicita como a insolvência é onerosa, sobretudo porque os investidores sabem que as empresas alavancadas podem enfrentar dificuldades e se preocupam com os custos delas derivados. Esta preocupação se reflete no valor de mercado dos seus títulos.

Brealey *et al.* (2003, p. 440) definem custos de dificuldades financeiras como aqueles “custos que surgem da falência ou de decisões empresariais distorcidas antes da falência” e demonstram o impacto que eles têm no valor da empresa por meio da seguinte equação:

$$\text{Valor geral de mercado} = \text{Valor se financiado totalmente por patrimônio líquido} + \text{Valor presente do incentivo fiscal} - \text{Valor presente dos custos de dificuldades financeiras}$$

Onde, segundo os autores, o valor presente dos custos das dificuldades financeiras depende da probabilidade e da magnitude dos custos incorridos, se a insolvência vier a acontecer.

A figura 3 abaixo evidencia graficamente os benefícios fiscais da dívida e os custos de dificuldade financeira, remetendo a uma possível estrutura ótima de capital. Observa-se que, em níveis menores de endividamento, as vantagens fiscais da dívida prevalecem sobre tais custos. Mas, à medida que o risco financeiro cresce, aumenta a probabilidade de ocorrência de problemas de liquidez e os custos da dificuldade financeira começam a corroer o valor da empresa.

Figura 3 – Teoria da substitutibilidade da estrutura de capital

Fonte: Brealey *et al.* (2003, p. 441)

Brealey *et al.* (2003, p. 441) chamam este efeito de teoria da substitutibilidade, pela qual, “os níveis de dívida são escolhidos para equilibrar incentivos fiscais resultantes do pagamento de juros contra os custos de dificuldades financeiras”. Assim, fica claro que as empresas sofrem custos de dificuldades financeiras mesmo que não venham a falir. Além disto, Brealey *et al.* (2003) dizem que as dificuldades financeiras podem prejudicar a operação do negócio, visto que acentuam conflitos de interesses⁴, colocando os acionistas e demais *stakeholders* em situações antagônicas e de conflito⁵.

⁴ Os conflitos de interesses apontados estão detalhados no capítulo cinco desta tese.

⁵ Os trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) já reconheciam as assimetrias de informação entre as diversas categorias de *stakeholders* e seus impactos na estrutura de capital da empresa. Isto evidencia que os vários provedores de capital têm incentivos diferentes e que se encontram em uma posição assimétrica entre eles e a gestão da empresa, o que também traz consequências sobre a forma como cada um encara a falência, acentuando potenciais conflitos de interesses, com seus respectivos reflexos nos custos de falência.

Wruck (1990)⁶ classifica o raciocínio apresentado por Brealey *et al.* (2003) como simples e incompleto, pois ele ignora a probabilidade da crise financeira resultar em algum benefício. A autora aponta que os benefícios advindos destas dificuldades, alguns já mencionados neste trabalho, devem ser considerados.

O agravamento das dificuldades financeiras pode levar a empresa à falência ou à recuperação judicial, demandando o envolvimento de advogados e do poder judiciário. Estes custos diretos são chamados de *out-of-pocket*. Segundo Altman (1993), tais custos ainda incluem as taxas legais, editais e os custos dos demais profissionais envolvidos, como consultores, peritos, auditores, contadores, especialistas em *turnaround* etc. O autor lembra que estes processos tendem a levar anos e, usualmente, como tais serviços são cobrados por hora de trabalho, esses custos podem ser elevados.

Entretanto, Warner (1977) mediu os custos diretos de falência em uma amostra de onze empresas ferroviárias norte-americanas, chegando à conclusão de que os mesmos tiveram apenas um peso reduzido no seu valor de mercado. Desta forma, ainda que os custos diretos possam ser elevados em valores absolutos, em termos relativos, eles seriam apenas uma pequena fração do valor total dos ativos de uma grande corporação. Haugen e Senbet (1978) e Ang *et al.* (1982) também concluíram sobre a irrelevância dos custos diretos da falência na escolha da estrutura de capital ótima.

Mesmo assim, como os dispêndios envolvidos nos processos judiciais são pagos pelo valor remanescente dos ativos da empresa, irá caber aos credores apenas o saldo líquido destes ativos após os pagamentos de todas as obrigações. Fica evidente que o valor da empresa é afetado diretamente pelos custos de falência. Grinblatt e Titman (2005) apontam que a maior parte dos custos diretos de falência é igual tanto para pequenas empresas quanto para grandes. Portanto, o impacto destes custos em pequenas empresas, como uma proporção do valor dos ativos, é muito maior.

Todavia, os custos de falência não se restringem aos gastos processuais diretos. Há também custos indiretos que refletem as dificuldades de se administrar uma empresa em falência ou em recuperação judicial e que são difíceis de serem apurados com exatidão.

⁶ Wruck (1990) faz referência explícita à 3ª edição da referida obra, publicada em 1988.

Gilson (1993) descreve que nos Estados Unidos, vários procedimentos obrigatórios do *Bankruptcy Code*⁷ tornam caro e moroso o processo de tomada de decisões na empresa, pois o código requer que um juiz aprove diversas decisões importantes neste período, ou seja, há uma forte influência do judiciário na forma pela qual os negócios são conduzidos.

Altman (1984) afirma que não há consenso na literatura sobre esta relevância dos custos indiretos na insolvência, mas Opler e Titman (1994) dizem que estes custos, mesmo sendo implícitos, podem ter forte influência no desempenho da empresa. Brealey *et al.* (2003) também supõem que estes custos indiretos sejam muito significativos.

Mais um fator a ser considerado como “custo indireto de dificuldade financeira” é o impacto desta situação de instabilidade no valor dos ativos da companhia. Alguns deles, como imóveis em bons pontos comerciais, por exemplo, podem preservar integralmente o seu valor, mesmo que a empresa enfrente sérias crises financeiras. Porém, outros ativos, em especial aqueles intangíveis, como marcas, capital intelectual, uma base fiel de clientes, dentre outros, tendem a perder grande parte do valor econômico, pois dificilmente os credores conseguiriam realizá-los e transformá-los em caixa. Dependendo de setor de atuação e das características do negócio da empresa, este certamente será, de longe, o maior custo da insolvência.

Wruck (1990) relaciona outros custos indiretos e diz que uma empresa em dificuldades financeiras é atingida de três formas diferentes: a) ela perde o direito de tomar certas decisões sem uma aprovação legal; por exemplo, venda de ativos; b) a dificuldade financeira lança no mercado uma má notícia que, eventualmente, pode prejudicar as vendas da empresa envolvida ou aumentar seus custos de produção; e c) a alta administração tem grande parte do seu tempo sendo consumido na solução de problemas financeiros, o que pode tirar o seu foco para buscar oportunidades que elevem o valor da empresa.

Grinblatt e Titman (2005) relacionam ainda outros custos indiretos, principalmente os custos de agência, decorrentes dos potenciais conflitos de interesses presentes em processos desta natureza e de estratégias egoístas que os acionistas poderiam adotar, que contrariariam os interesses dos credores, em especial, dos portadores de dívida.

⁷ Legislação que regulamenta procedimentos de falência e recuperação de empresas nos Estados Unidos.

Quando a empresa se encontra em dificuldades e os financiadores percebem que poderão arcar com determinados custos em caso de falência, eles demandarão o que Grinblatt e Titman (2005) chamam de um prêmio de *default* sobre a taxa de juros cobrada, calculado pela diferença entre o rendimento prometido para os credores da empresa em crise e o rendimento sobre um título sem *default*. Este é mais um custo indireto de falência, pago sempre que a empresa emite títulos de dívida de maior risco, pois seus financiadores tendem a antecipar eventos futuros e exigir uma compensação pelos custos que poderão assumir.

Portanto, é fato que as insolvências têm custo⁸ e os financiadores têm esta preocupação, que acaba se refletindo no valor de mercado da empresa endividada, mesmo que ela ainda não se encontre insolvente, já que os investidores atualizam o potencial de uma crise futura no valor presente de seus ativos. A força deste reflexo dependerá da probabilidade de ocorrência da crise e da magnitude dos valores envolvidos. Estas ponderações introdutórias são relevantes para compreensão do financiamento de empresas em recuperação e do mercado secundário de títulos de empresas em *distress*, que vem se fortalecendo no Brasil nos últimos anos.

2.2 Ciclo de vida das empresas

De acordo com Adizes (1990) e Gardner (1965), as organizações, da mesma forma que os organismos vivos, possuem ciclos de vida⁹, ou seja, nascem, crescem, envelhecem e morrem. Adizes (1990) demonstra que esta concepção é útil para o entendimento das dificuldades enfrentadas pelas empresas, pois constatou que à medida que as mesmas progridem em seus ciclos de vida, seus sistemas seguem padrões de comportamento relativamente previsíveis.

Para comprovar sua tese, Adizes (1990) traz os resultados de várias pesquisas que apontaram a ocorrência de problemas similares em empresas diferentes, mas em estágios de vida semelhantes, o que, de certa forma, poderia permitir prever, identificar e até antecipar a evolução do problema em curso, correlacionando-o com o estágio de desenvolvimento em que a organização se encontra. Desta forma, sob a ótica dos ciclos de vida, poder-se-ia pensar em

⁸ Altman (1984) estimou que os custos totais de falência superam 20% do valor da empresa.

⁹ A estratégia do ciclo de vida foi consolidada em 1975, pela empresa de consultoria Arthur D. Little, fazendo um paralelo entre as fases de vida de uma pessoa e o correspondente ciclo para um negócio ou produto.

uma dinâmica diagnóstico-terapêutica para as organizações, semelhante à que a medicina desenvolveu para o tratamento dos sistemas orgânicos.

As pesquisas de Mittelstaedt (2005) também demonstram haver padrões semelhantes de erros, comportamentos e até de inércia nas empresas em crise. Mesmo que cada uma delas possua características próprias e atue em setores distintos, o conhecimento e a percepção antecipada destes padrões permitiriam uma ação interventiva antes que os danos se agravassem.

Cabe aqui um importante contraponto. Sull e Houlender (2006) reconhecem os ciclos de vida das organizações, mas não concordam que as mesmas estão condenadas a morrer, uma vez que elas contam com um *portfólio* de potenciais oportunidades em cada uma das fases dos seus ciclos de vida que, se aproveitados com competência, permitiriam um rejuvenescimento corporativo e a manutenção de sucessivos períodos de crescimento sustentável.

Mas Drucker (2006) afirma que pouquíssimas organizações irão continuar bem sucedidas por um período de tempo contínuo e muito longo. Para o autor, o período médio de sucesso para a maioria das empresas muito bem administradas é de trinta anos. Após este prazo, elas podem até não fechar suas portas, pois continuarão excepcionalmente bem administradas, porém, permanecerão apenas se equilibrando.

Assim, pode-se dizer que cada empresa, negócio e produto¹⁰ possui um ciclo de vida, sendo este um conceito já bastante consolidado em diversas áreas da administração, como estratégia e *marketing*, por exemplo. E, ainda, que o entendimento desta teoria é de grande valia na análise das empresas e na identificação de padrões de erros e de problemas causadores de dificuldades financeiras, auxiliando no diagnóstico e no próprio processo de recuperação da crise financeira, porque ajuda a compreender melhor o momento da organização e a severidade da situação com que ela se defronta.

Adizes (2004, p. 9) complementa sua visão, apontando que as empresas podem enfrentar problemas considerados normais, em geral, quando se encontram na fase de transição de um estágio do ciclo para outro, onde os desafios são aprender novos padrões de comportamento e adaptar-se às mudanças; como também, podem se confrontar com problemas anormais, que

¹⁰ Porter (1980) também adota esta classificação básica para análise dos ciclos de vida de setores da economia.

ocorrem quando elas passam a despende muita energia interna em tentativas inúteis para remover os obstáculos às mudanças. Para o autor, “caso a anormalidade seja prolongada e ameace a existência da organização, os problemas poderão se tornar patológicos e exigirão uma intervenção diferente – não terapêutica – mas de natureza cirúrgica”.

Nesta perspectiva, pelo fato de não terem sido tratados a tempo, os problemas patológicos podem ameaçar a sobrevivência da organização. Adizes (2004) lembra que organizações com problemas tão crônicos não podem mais recorrer a terapias normais, pois estas demandam tempo e recursos que elas já não dispõem. Nestes casos é recomendável a contratação de um especialista em recuperação para realizar a cirurgia necessária.

Para explicar as relações entre os estágios do ciclo de vida das organizações e os problemas por elas enfrentados, Adizes (1990) aponta como fatores chave, crescimento e envelhecimento das organizações, que se manifestam primordialmente na inter-relação entre duas variáveis: flexibilidade e controle, conforme a figura abaixo.

Figura 4 – Flexibilidade e controle ao longo do ciclo de vida das organizações

Fonte: Adizes (1990, p. 282)

Observa-se que as organizações jovens tendem a ser bastante flexíveis, mas nem sempre controláveis. À medida que elas vão envelhecendo, essa relação se altera, ou seja, os controles aumentam e a flexibilidade diminui. Porém, Gardner (1965) e Adizes (1990) advertem que tamanho e idade não são os fatores determinantes para o crescimento e o envelhecimento da organização. Para eles, “jovem” é a empresa capaz de mudar com relativa facilidade, enquanto “velha” é aquela altamente controlável, inflexível, com pouca propensão à mudança e baixa capacidade de enfrentar seus problemas. Quando uma empresa consegue ao mesmo

tempo equilibrar sua flexibilidade e sua controlabilidade, pode-se dizer que ela alcançou a chamada plenitude e o grande desafio passa a ser sustentar esta situação que, por sua própria natureza, é instável e suscetível a desequilíbrios.

Fica claro que a compreensão destas relações traz um melhor entendimento sobre a empresa e contribui para o sucesso do *turnaround*, pois aponta potenciais riscos que podem tê-la levado à crise, assim como eventuais resistências a serem enfrentadas na sua reestruturação. Percebe-se, ainda, que o entendimento do ciclo de vida da organização, além de ser fundamental para a formulação de estratégias, colabora para a prevenção de crises¹¹, pois auxilia as empresas a atravessar seus diferentes períodos de transição e as adversidades com que se defrontam.

2.2.1 As fases do ciclo de vida

Diversos autores apresentam divisões distintas para os possíveis estágios do ciclo de vida das organizações. Todavia, a classificação predominante e já consolidada pela literatura clássica está apresentada na ilustração abaixo. Outras classificações¹² são quase sempre derivadas desta e oferecem subdivisões em níveis inferiores, o que apenas referenda a importância dos macro-estágios detalhados: introdução, crescimento, maturidade e declínio.

Figura 5 – As fases do ciclo de vida das organizações

Fonte: O autor

¹¹ Bibeault (1999) reforça esta importância e aponta que muitas organizações falham por não reconhecer crises previsíveis em seus ciclos de vida.

¹² Maiores informações podem ser obtidas em Adizes (1990), Slatter e Lovett (1999), Lippitt e Schmidt (1967) e Greiner (1972).

De forma sucinta, as principais características e problemas encontrados nas empresas em cada um dos quatro estágios anteriormente apresentados são:

a) Introdução

Neste estágio inicial, a empresa geralmente é concebida e conduzida pelo proprietário ou pelo acionista controlador, que administra pessoalmente quase tudo. Trata-se de uma companhia com muita flexibilidade organizacional e com baixa qualidade de controles internos.

Esta fase é crucial para sua sobrevivência, pois, segundo Adizes (1990), a criação do negócio e o seu desenvolvimento somente se consolidam se ele conseguir identificar claramente uma necessidade real no mercado e supri-la de forma satisfatória. Para o autor, este é o principal fator associado à mortalidade precoce de empresas. Esta é uma fase marcada pela definição de questões importantes como: o que a empresa fará, como fará, por que fará, quem fará etc.

Definidas estas questões básicas, o objetivo passa a ser a produção de resultados, ou seja, atender as necessidades básicas que justificaram a criação da empresa. O foco está voltado para produto e para vendas, o risco já está assumido e todos trabalham para fazer acontecer.

Para Adizes (2004), o desempenho pode ser razoável, mas tende a apresentar inconsistências e vulnerabilidades. Os principais problemas em potencial são:

- ❑ estilo autocrático de liderança e excesso de centralização;
- ❑ falta de planejamento e de sistemas administrativos;
- ❑ falta de foco ou de uma necessidade real a ser satisfeita;
- ❑ empresa excessivamente organizada em torno de pessoas e não por processos;
- ❑ falta de formação, competência gerencial e de assessoria técnica.

Ao final desta fase, as dificuldades iniciais devem ter sido superadas e a empresa consegue se estabilizar. As vendas tendem a crescer e gerar um fluxo de caixa positivo. A empresa não luta mais apenas para sobreviver; a perspectiva de sucesso começa a se tornar realidade, levando-a a se defrontar com outros riscos potenciais, como o excesso de diversificação, a expansão descontrolada, a administração amadora etc. Nesta fase, a descentralização é sempre um risco, pois ainda não há sistemas de controle adequados.

b) Crescimento

Neste segundo estágio se inicia o período de maior crescimento, o que torna a delegação necessária. A empresa começa a contratar administradores, busca a profissionalização, mas a hierarquia ainda é centralizada em torno do empreendedor. Bibeault (1999) reforça que a forte centralização e a dificuldade de delegar têm sido uma das causas para o declínio precoce.

Inicia-se um processo de mudança na cultura organizacional, surgem novas lideranças, são implementadas novas técnicas gerenciais, políticas, controles e orçamentos, mas o fundador tende a ser o primeiro a desrespeitá-los. Pequenos conflitos internos podem surgir entre os novos funcionários e os mais antigos, o que leva à perda de talentos.

No final deste estágio, a empresa tende a encontrar o equilíbrio entre controle e flexibilidade, começa a institucionalizar a governança e adota uma estrutura funcional mais adequada, com sistemas de planejamento e controle. Nesta fase, a organização está voltada para resultados e continua a satisfazer as necessidades de seus clientes, o que permite a manutenção de bons índices de crescimento sustentável de vendas e uma boa lucratividade.

Adizes (2004) aponta alguns problemas neste estágio os quais contribuirão para a estabilidade que caracteriza o próximo período de maturidade, dentre eles:

- ❑ treinamento gerencial inadequado;
- ❑ perda do espírito empreendedor, da criatividade e da inovação;
- ❑ queda de vitalidade organizacional;
- ❑ crescimento da burocracia e aumento dos custos indiretos.

c) Maturidade

Nesta fase, a organização já se encontra menos flexível e com controles muito mais apurados, fazendo uso de sistemas formais para coordenação e gerenciamento. A burocracia atinge níveis mais altos e a empresa começa a dar sinais de que está envelhecendo, pois evita correr muitos riscos e prefere manter reservas de caixa mais altas. De acordo com Slatter e Lovett (1990), o departamento financeiro e a contabilidade ganham mais *status* e poder na empresa e o jogo político ganha força, mas a força inercial do passado ainda sustenta os bons resultados.

Queiroz (2004) ressalva que a maturidade é a fase mais perigosa, pois é o estágio onde os administradores tendem a se acomodar com a confortável situação de sucesso, vivendo das

glórias do passado. A organização busca a estabilidade, porque já conquistou uma boa posição no mercado. Para Adizes (1990), ela tem uma falsa sensação de segurança. A regularidade e os rígidos métodos prevalecem. A organização volta-se para dentro de si e não mais para os clientes ou para o mercado.

Segundo Adizes (2004), os lucros podem ser artificialmente sustentados com a redução dos investimentos em pesquisa e em *marketing*. O foco de atenção se concentra nos resultados de curtíssimo prazo, pois, conforme Queiroz (2004, p.7) “esta fase se caracteriza por uma maior visibilidade e um acompanhamento mais forte pelos demais *stakeholders*”, o que aumenta a pressão por performance, principalmente, pelo mercado de capitais.

O crescimento neste estágio tende a ser apenas marginal, visto que a empresa raramente busca novas tecnologias, outros mercados ou regiões inexploradas; além disto, a sua capacidade em satisfazer as necessidades de seus clientes começa a ser afetada, principalmente, pela entrada de novos concorrentes ou por produtos substitutos. É o início do processo de deterioração, pois as tentativas de aumentar a receita passam mais pelo aumento de preços, do que pelo incremento de vendas ou pelo lançamento de novos produtos.

O foco gerencial se concentra em “como fazer” e não mais em “o que fazer” ou “por que fazer”; a inovação morre e, segundo Drucker (1995), a atitude da organização é cada vez mais passiva, matando as oportunidades e alimentando os seus problemas, uma vez que destina recursos e os melhores talentos para resgatar os negócios que foram sucesso no passado.

De acordo com Adizes (2004), o clima organizacional na empresa melhora, porque diminuem as mudanças internas, as estruturas formais se tornam cada vez mais rígidas e a flexibilidade reduz ainda mais. Paradoxalmente, a pressão por resultados amplifica a politicagem interna, fortalece os grupos de interesses e os boatos dominam as conversas informais. Adizes (1990) chama esta fase de aristocracia, pois os administradores e os funcionários voltam-se cada vez mais para dentro da organização em atitude de autopreservação, construindo feudos, passando a se preocupar mais com o próprio futuro e a sobrevivência pessoal do que com a empresa.

Gradativamente, os resultados começam a se deteriorar, principalmente, em função da redução do *market share*, o que provoca reações internas de cortes de custos, contratação em

empresas de consultoria etc. Apesar das mudanças cosméticas, a tendência de declínio é eminente se um forte processo de ajuste e reestruturação não for implantado.

d) Declínio

No estágio de declínio os sinais de deterioração já são claramente sentidos internamente e observados com alguma reserva pelos acionistas e *stakeholders*. No início desta trajetória, nem sempre os sintomas financeiros aparecem na tesouraria da organização. Pelo contrário, as empresas mais conscientes mantêm uma administração financeira cautelosa. Este é, talvez, o último bom momento para que o processo de recuperação se inicie.

É evidente que esta liquidez não deve durar, pois o desempenho econômico e financeiro da empresa tende a se agravar rapidamente. Começam a surgir os questionamentos, tentando identificar se o problema está na liderança ou no sistema em si. Quanto a isto, Adizes (2004, p.107) é textual: “A menos que se mude o sistema, um novo líder não fará muita diferença”, visto que nesta fase as pessoas elegem e aceitam apenas o líder que reflita aquilo que elas desejam.

Nesse contexto, somente uma liderança que consiga promover mudanças culturais terá alguma chance de produzir resultados positivos, mesmo assim, desde que consiga mudar a estrutura organizacional, os sistemas de incentivos e recompensas etc., pois o combate às causas e não apenas aos sintomas requer lidar com a essência da organização, revisando, inclusive, as estruturas de autoridade e poder, em um processo necessário que pode ser muito doloroso.

Adizes (2004) aponta outra consequência interna do declínio, que geralmente se apresenta em sua fase pré-terminal, é a preocupação excessiva pela busca de um culpado, ou seja, saber “quem” causou o problema e não “o quê” o causou, acirrando conflitos interpessoais. Altos executivos e funcionários de todos os escalões são demitidos, como se fossem os causadores das dificuldades, e os poucos talentos, que ainda restam na empresa, começam a formalizar suas demissões. Apesar de todo este cenário, as pressões de sindicatos pela preservação de empregos, as pressões políticas e de órgãos governamentais podem manter estas organizações artificialmente vivas por um longo período, mesmo que a morte econômica já tenha ocorrido.

2.2.2 As decisões financeiras e o ciclo de vida das empresas

As decisões de investimento e as decisões de financiamento são variáveis-chave na busca pela maximização do valor da empresa para os seus acionistas. Assim, além de considerar a importância destas decisões, os administradores devem analisar como o estágio do ciclo de vida da empresa pode afetá-las, ponderando os seus possíveis reflexos no risco, retorno e, principalmente, na solvência financeira da organização.

Entende-se por decisões de investimento aquelas que determinam em que ativos – capital de giro e capital fixo – as empresas devem alocar seus recursos, tendo como princípio que se espera destes ativos um retorno superior à taxa mínima de corte aceitável, usualmente, o custo médio ponderado de capital.

Por sua vez, as decisões de financiamento consistem na seleção de um *mix* de recursos – entre dívida e patrimônio líquido – que proporcionem o menor custo médio ponderado de capital e maximizem o valor da empresa, considerando os benefícios tributários da dívida financeira e a maior disciplina criada pelo capital de terceiros.

As decisões de investimento têm duas dimensões importantes: a magnitude do investimento e sua composição, entre capital de giro ou fixo; já as decisões de financiamento também têm duas importantes dimensões: custo e grau de exigibilidade. Sempre ressaltando que decisões de investimento e decisões de financiamento são interdependentes e definem a atratividade econômica da empresa, o seu equilíbrio e a sua estabilidade financeira, conforme a ilustração a seguir:

Figura 6 – Equilíbrio entre as decisões financeiras

Fonte: Sousa (2002, p. 30)

Confrontando-se a dinâmica e a racionalidade econômica destas duas decisões financeiras com o esquema conceitual básico dos ciclos de vida, observa-se que tais decisões têm uma importância relativa diferenciada, de acordo com o estágio no ciclo de vida em que a empresa se encontra e, ainda, que a predominância de uma ou outra em termos de criação de valor e de sustentabilidade financeira muda à medida que a empresa avança em seu ciclo.

Nos estágios introdutórios, que vão da concepção do negócio ao seu crescimento inicial, as decisões de investimentos são predominantes, posto que, embora a empresa necessite de recursos tanto na fase inicial quanto na expansão, ela ainda tende a ser financiada por capital próprio e, em raras oportunidades, por capital de risco.

Neste momento, a empresa está focada na concepção do seu negócio, procurando convertê-lo em oportunidades de investimento, até mesmo porque no início o risco econômico tende a ser alto e as opções de financiamento escassas. Um eventual financiamento com dívida eleva o risco financeiro da empresa, uma vez que traz um custo fixo em termos de caixa que pode comprometer a sua liquidez e sua sobrevivência.

Os potenciais problemas decorrentes das decisões financeiras nesta fase estão usualmente relacionados a um baixo retorno do investimento realizado, seja por uma má performance operacional ou por um super dimensionamento das expectativas iniciais. Outro problema encontrado é a escassez de liquidez, oriunda de erros de planejamento das necessidades de investimento em capital de giro e em capital fixo.

Superada esta fase introdutória, a prioridade fundamental passa a ser crescer e proporcionar retorno aos investimentos. Neste novo estágio, mesmo que os fundos gerados internamente excedam as necessidades de investimento, é provável que as empresas em crescimento ainda acumulem recursos para atender suas necessidades de investimento de períodos futuros, pois as fontes de financiamento, apesar de necessárias, ainda permanecem restritas e o capital de risco é uma das poucas fontes disponíveis.

Com o amadurecimento do negócio, o risco econômico se estabiliza e as oportunidades de investimento diminuem. Com isso, as decisões de financiamento ganham mais importância. Nesta fase, apesar da necessidade de recursos financeiros ser menor, as empresas cogitam abrir seu capital e também buscam reduzir seu custo de capital pela contratação de dívida.

Quando entram em avançada maturidade e no início do declínio, o princípio dos dividendos emerge como dominante, com os acionistas buscando diminuir sua parcela de investimentos na empresa, uma vez que, com a redução das oportunidades, os retornos começam a cair. Esse é o momento em que a decisão sobre o *mix* de financiamento se torna mais crítica, pois as empresas, na tentativa de manter elevados retornos e por encontrar maior facilidade para captar recursos, tendem a assumir maiores riscos financeiros. Queiroz (2004) lembra que esta pode ser uma fase de ilusão e alto risco e recorda que a Parmalat detinha, na maturidade, um dos melhores *investment grades*¹³ pela Standard & Poor's.

Já no declínio, para compensar a forte queda de desempenho operacional, os administradores podem tentar estratégias arriscadas de diversificação, levando a empresa a perder o foco em seu *core business*¹⁴. Para manter *status* e poder, nem sempre os gestores cogitam decisões de desinvestimento, que reduziriam o porte da organização, mas atenuariam a queda de seu desempenho econômico. Nestas fases finais, o risco financeiro cresce, porque a empresa passa a fazer uso de estratégias agressivas de alavancagem financeira, especialmente, em função do baixo custo de captação decorrente das boas classificações de risco conquistadas no passado.

2.2.3 As oportunidades de recuperação e o ciclo de vida das empresas

Slatter e Lovett (1999) afirmam que nem todas as empresas terão um ciclo de vida com o comportamento idêntico ao exposto neste trabalho, pois reconhecem que elas podem renascer ou se transformar a qualquer momento; mesmo assim, reforçam que este modelo proporciona uma analogia muito útil para o processo de recuperação de empresas em dificuldades.

A figura adiante ilustra algumas possíveis alternativas de recuperação ao longo do ciclo de vida das organizações, evidenciando, como uma atitude antecipada e pró-ativa pode evitar que a crise se torne mais severa, ampliando a probabilidade de sucesso do *turnaround*.

¹³ Termo utilizado para descrever o grau de risco de determinado investimento.

¹⁴ Negócio principal, nuclear, derivado da competência essencial da organização.

Figura 7 – Ciclo de vida e o conceito 5R

Fonte: Adaptado de Queiroz (2004, p. 80)

Este trabalho realça que o conhecimento da teoria do ciclo de vida da empresa e de como ela se inter-relaciona com suas decisões financeiras, permite um diagnóstico rápido e antecipado, criando oportunidades para reversão da tendência de declínio. Apesar de sua simplicidade, esta conceituação também contribui para que os *stakeholders* compreendam o estágio em que a empresa se encontra e qual é a melhor abordagem para minimizar os conflitos de interesse em situações de crise. Todos estes pontos estão detalhados nos capítulos subsequentes.

3 A NOVA LEI DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E DE FALÊNCIAS

Como assinalado no capítulo introdutório, esta tese não possui caráter jurídico. Portanto, não está inserida em seu escopo uma análise crítica da nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências. Apesar disso, é importante reconhecer que o suporte jurídico é fundamental para o sucesso do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras que necessitam de proteção legal e que o estabelecimento de regras claras para resolução de conflitos desta natureza contribui para a criação de um ambiente sólido e favorável para a realização de investimentos, estimulando os negócios e o crescimento da economia.

3.1 Importância de uma legislação falimentar adequada

Um sistema eficiente de falências e recuperação de empresas – com mecanismos confiáveis – pode contribuir para a produtividade, o crescimento e a estabilidade da economia, pois, de acordo com Lundberg (2004) e Johnson (2006), reduz riscos, perdas e custos para todos os agentes envolvidos, como também, busca resultados econômicos eficientes e gera incentivos para que os problemas de insolvência tenham soluções previsíveis, céleres e transparentes, o que possibilita reduzir o impacto de falências individuais sobre a economia como um todo.

Para Lisboa *et al.* (2005), as decisões de investimento são tomadas em função da expectativa de resultados futuros. Todavia, as estratégias são traçadas em um ambiente de incerteza e não há possibilidade de proteção para todos os riscos, uma vez que os contratos são incompletos e sempre há assimetria de informação nas relações econômicas. Neste cenário, a legislação falimentar pode funcionar como minimizador destes impactos, visto que sinaliza a forma como os conflitos serão resolvidos em caso de insolvência.

Liu e Wilson (2000) também ressaltam a importância de legislação falimentar e apontam que a propensão das empresas em ir à liquidação tem maior relação com a estrutura legal, do que com as efetivas dificuldades financeiras. Além disto, eventuais facilidades trazidas pela legislação poderiam induzir à postergação, a uma morosidade compulsória ou mesmo voluntária na liquidação dos ativos e, conseqüentemente, no pagamento aos credores.

Conforme Altman (1993), uma legislação falimentar deve estabelecer leis e procedimentos para proteger os direitos contratuais das partes interessadas, garantir uma liquidação ordenada de ativos improdutivos e, quando a entidade for economicamente viável, propiciar um tempo de moratória ao devedor, de forma que ele possa se recuperar.

Queiroz (2004) complementa, apresentando três princípios fundamentais internacionalmente aceitos para regulamentação do processo de recuperação de empresas em dificuldades:

- a) possuir mecanismos de intervenção preventiva que possam ser acionados no momento da detecção do problema empresarial, que possibilitem a tomada de ações de correção de rumo nos primeiros sintomas de crise, de forma célere, eficiente e imparcial, evitando perda de tempo e conseqüente destruição de valor;
- b) proteger a empresa, impedindo um desmembramento prematuro de ativos em razão da ação dos credores;
- c) priorizar a continuidade da empresa economicamente viável, maximizando o valor de seus ativos, permitindo, assim, a sua reorganização.

Por conseguinte, cabe ao sistema de insolvências facilitar as recuperações de empresas que estejam em dificuldades e que sejam viáveis economicamente, bem como, proceder à liquidação eficiente daquelas consideradas inviáveis, reduzindo o dano que elas possam causar para o sistema econômico como um todo.

Ou, conforme explica Simão Filho (2006):

Quando uma empresa economicamente ineficiente vai a bancarrota, a melhor alternativa é que seus ativos sejam liquidados, liberando seu capital para ser transferido a atividades de maior valor de uso. Porém, quando uma firma economicamente eficiente entra em bancarrota, a melhor alternativa é que continue a operação, uma vez que seu capital não tem outra atividade de maior valor (SIMÃO FILHO, 2006, p. 32).

Com base no exposto, o novo diploma legal, sob nº 11.101/05, pode representar um marco divisor de águas no Brasil, pois trouxe significativas mudanças no tratamento das empresas em dificuldades financeiras. Espera-se, ainda, que a nova legislação reduza o prazo médio despendido no judiciário brasileiro para concluir processos de insolvência que, de acordo com o World Bank (2004), está entre os mais longos do mundo, conforme a figura a seguir.

Figura 8 – Tempo gasto para concluir a insolvência

Fonte: World Bank (2004)

Existe também a expectativa de que a Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências e o aprimoramento do ambiente regulatório estimulem a concessão de crédito no país, como um elemento catalisador do crescimento, e que esta maior proteção aos credores contribua para a redução dos riscos de crédito e para a queda do *spread* bancário¹⁵, o que poderá ampliar o volume de crédito ofertado no Brasil¹⁶, impulsionando o desenvolvimento econômico.

3.2 A legislação falimentar anterior

A antiga legislação falimentar brasileira era regulada pelo Decreto Lei nº 7.661 de junho de 1945 e, como ressaltou Astrauskas (2003), era um dos institutos jurídicos mais criticados no Brasil. Apesar das inúmeras alterações e ajustes que esta lei sofreu ao longo dos seus 60 anos

¹⁵ Araújo e Lundberg (2006) fazem referência a um estudo conduzido pelo Banco Mundial sobre processos de falência em vários países, demonstrando a forte correlação negativa entre a qualidade do processo falimentar - medida pela sua duração e a expectativa de recuperação de crédito na massa falida - e a taxa de juros.

¹⁶ De acordo com o World Bank (2004), a relação crédito ao setor privado sobre o PIB no Brasil está próxima de 35%, o que é bastante inferior aos observados em economias mais avançadas, como a Espanha (106%), o Japão (107%) e os Estados Unidos (146%).

de vigência e de um conjunto de jurisprudências consolidadas por tribunais de todo o país, inúmeros autores¹⁷ afirmavam que a mesma necessitava urgentemente de modernização.

Segundo as pesquisas de Araújo e Funchal (2006), o antigo processo de insolvência provou ser inoperante tanto para maximizar o valor da empresa e de seus ativos, quanto para proteger os direitos dos credores em caso de liquidação. Além disto, demonstrou ser falho em reabilitar empresas economicamente viáveis, porque não estabelecia regras que permitissem a adoção de um plano estruturado de recuperação para empresas com problemas financeiros.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Gestão e *Turnaround* – IBGT (2007), a análise de casos empíricos de empresas em dificuldades financeiras no Brasil comprovou o paradoxo criado pela legislação anterior, onde inúmeros negócios viáveis eram destruídos, enquanto um sem-número de empresas inviáveis permaneciam operando por meio de um processo procrastinatório e infundável, com grande destruição de valor gerada em ambas as situações.

Lundberg (2006) apontou quatro graves problemas econômicos decorrentes da antiga lei:

- ❑ ausência de mecanismos adequados para recuperação de empresas;
- ❑ punição da falência era direcionada à empresa e não ao empresário;
- ❑ falta de estímulo à participação dos credores nos processos falimentares; e
- ❑ o não funcionamento do sistema de garantias reais.

Araújo e Funchal (2006) também enumeram outras falhas do Decreto Lei nº 7661/45:

- ❑ fraca proteção aos credores, devido à preferência dada aos direitos fiscais e trabalhistas;
- ❑ problemas de sucessão reduziam o valor da firma falida e de seus ativos;
- ❑ alto custo e tempo excessivo gasto no fechamento de firmas economicamente inviáveis.

A mecânica da antiga legislação era muito dependente do poder judiciário, pouco estimulava a negociação e raramente atendia aos objetivos que se propunha, sendo também um forte entrave ao crédito, pois ao menor sintoma de problemas financeiros da empresa, os credores procuravam reduzir sua exposição ao risco, o que agrava a situação desta, levando-a a atrasar o pagamento de impostos, o que, por sua vez, tornava os credores ainda mais receosos em não haver seus créditos, em função da antiga prioridade aos créditos fiscais.

¹⁷ Ver Astrauskas (2003), Kayo e Famá (1996), Araújo e Funchal (2006), Queiroz (2004), Lisboa *et al.* (2005), Lundberg (2004), Porto Araújo (2006), Barat (2006), Matias (1992), Costa (2004), dentre outros.

Os credores mais preocupados executavam suas garantias, comprometendo a sobrevivência da empresa já fragilizada, dificultando sua recuperação e a preservação das unidades produtivas viáveis, pois o único instrumento previsto para este objetivo, a concordata¹⁸, era rígido e não demonstrou ter a flexibilidade necessária para estimular processos de *turnaround*.

Em sua tese de doutoramento, Matias (1992) concluiu pela inadequação do instituto jurídico da concordata como instrumento de recuperação econômica e financeira de empresas, pois constatou que o perfil financeiro das empresas concordatárias, decorrido o prazo do legal, continuava apontando para um estado geral de insolvência. O autor também observou que a situação de insolvência destas empresas não era temporária, sendo uma constante no período de até três anos que antecederam o pedido do benefício legal. Além disto, após a concordata, as empresas apresentavam apenas uma pequena redução no seu nível de endividamento – que ainda continuava elevado – e as dívidas permaneciam concentradas no curto prazo.

Por fim, a pesquisa realizada por Matias (1992) demonstrou que não houve recuperação da liquidez das empresas com a concordata; pelo contrário, houve uma redução no seu capital de giro líquido e um crescimento na imobilização de recursos próprios. O autor apontou, ainda, que não houve recuperação de rentabilidade após o prazo legal, o que confirma a pouca eficácia do antigo sistema para recuperar empresas em crise financeiras. Ressalte-se que este instituto alcançava apenas os credores quirografários¹⁹. Os créditos fiscais e trabalhistas não entravam na concordata e tinham que ser liquidados normalmente.

Um dos pontos mais relevantes da concordata estava em ela não depender da concordância dos credores, sendo proferida por simples decisão judicial, desde que a empresa devedora preenchesse aos requisitos legais²⁰. Era evidente que a concordata não conseguia atender a

¹⁸ A concordata constituía-se em um benefício legal, outorgado pelo estado, por meio da dilatação de prazos, da redução de dívidas ou de ambos, havendo ainda, discussão sobre a aplicabilidade da correção monetária nos pagamentos a serem efetuados. Nela, pressupunha-se que a simples concessão de maiores prazos para pagamento ou a concessão de abatimentos pudessem viabilizar a recuperação das empresas em crise. O Decreto Lei nº 7.661/45 previa a concordata suspensiva, aquela que suspendia o processo de falência e o convertia em concordata, restabelecendo a atividade empresarial do devedor; e a concordata preventiva, onde o devedor se antecipava e buscava o judiciário para se prevenir de requerimentos de falência por parte dos credores. Em ambas, a empresa concordatária continuava a exercer suas atividades regulares, sofrendo apenas algumas restrições, como: venda de imóveis, concorrências públicas etc.

¹⁹ Créditos quirografários são aqueles que não possuem nenhum tipo de garantia ou prioridade de recebimento.

²⁰ A lei anterior não exigia a apresentação de um plano formal, que detalhasse a estratégia de recuperação a ser adotada para que a empresa superasse suas dificuldades; apenas exigia que, na data do pedido da concordata,

heterogeneidade dos diversos interesses envolvidos no fenômeno da insolvência. Em caso de falência, nos termos da antiga lei, os bancos e credores importantes também não se sentiam estimulados a participar, pois era mínima a probabilidade de receber seu quinhão, uma vez que a falta de limite para os créditos trabalhistas e a prioridade desfrutada pelos créditos fiscais, praticamente consumiam todos os recursos gerados pela massa falida. Desta forma, os bancos raramente requeriam falências, visto que era preferível preservar a empresa em funcionamento – mesmo que de forma precária –, fazer algum acordo ou receber algum caixa, do que ver a falência decretada, quando a expectativa de retorno era praticamente zero.

Como nem os credores financeiros e nem o governo tinham interesse em requerer a falência de empresas insolventes, estas continuavam funcionando sem pagar impostos, trazendo prejuízos ao sistema econômico como um todo e aos concorrentes diretos, estimulando a informalidade na economia. Pelo antigo Decreto Lei, o rito processual da falência também era moroso e, por vezes, passavam-se anos até a formação do quadro geral de credores. Esta lentidão deteriorava o valor econômico dos ativos, uma vez que a lei somente permitia a venda antecipada dos ativos com aprovação do juiz e algumas pré-condições.

Maiores informações sobre o Decreto Lei 7.661 de 1945 e análises comparativas com o *Bankruptcy Reform Act of 1978* e com a atual legislação falimentar brasileira podem ser obtidas em Kayo e Famá (1996), Astrauskas (2003), Lundberg (2004) e Porto Araújo (2006).

3.3 A nova legislação brasileira

A nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas introduziu relevantes alterações no procedimento falimentar no Brasil e nasceu com a missão de favorecer, estimular e viabilizar a recuperação de empresas viáveis, mas em crise financeira, além de agilizar a decretação da falência daquelas que não conseguissem demonstrar sua viabilidade. Espera-se que esta lei contribua para o saneamento do setor empresarial e aumente a possibilidade de recuperação do crédito concedido, estimulando, sempre que possível, a busca de soluções harmoniosas.

a empresa demonstrasse capacidade de honrar seus compromissos com os credores quirografários, por meio de seu ativo patrimonial.

Assim, as empresas brasileiras ganharam um referencial jurídico que regulamenta os procedimentos a serem adotados diante de problemas financeiros, procurando evitar a destruição de riquezas, principalmente quando busca preservar o valor dos ativos intangíveis das empresas e a sinergia entre todos os seus ativos.

Diversos paradigmas foram alterados pela nova legislação e uma série de novos mecanismos entrou em cena. Simão Filho (2006) reforça este raciocínio e lembra que o artigo 75 da nova lei identifica o atual espírito da lei de falência, que antes era predominantemente liquidatória em seu procedimento e finalização e, agora, há uma possibilidade do processo falimentar preservar valor, otimizando a utilização produtiva dos bens, do ativo e dos demais recursos.

Entretanto, Goldberg (2006) lembra que o espírito da nova lei não é preservar a empresa a qualquer custo. Se os seus ativos puderem ser alocados a outros usos mais eficientes, o papel da legislação é ordenar este processo de forma célere, determinando a convolação da recuperação em falência. Nesta orientação, empresas viáveis devem permanecer em operação e as inviáveis devem ter sua quebra e a alienação de seus ativos, implementadas rapidamente.

A princípio, a nova Lei parece criar o arcabouço teórico necessário para conduzir a empresa à recuperação, elevando a possibilidade de salvar negócios viáveis, trazendo os credores a participar e, eventualmente, desprocessualizando os ritos da recuperação. Kaufmann (2006) e Bezerra Filho (2005) reafirmam o objetivo da nova legislação em estimular as negociações sob regras mais flexíveis e diminuir a interferência do judiciário no processo como um todo.

Para Mário (2005), o novo modelo brasileiro de reorganização empresarial, estabelecido pela Lei nº 11.101/05, assemelha-se aos modelos de países europeus e da América do Norte, onde, ao invés de uma avaliação exclusiva por parte exclusiva do juiz, os credores também deverão emitir sua concordância ou não com o processo de recuperação.

As perspectivas parecem ser as melhores possíveis. Segundo pesquisa realizada pelo IBGT (2007), 90% das 45 mil falências decretadas em São Paulo no ano de 2002, poderiam ser evitadas se a nova legislação já estivesse em vigor.

Após quase dois anos da promulgação da nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências, a empresa de consultoria Deloitte (2006) efetuou pesquisas junto a mais de 100 empresas,

para avaliar os impactos, as mudanças e os primeiros resultados na nova lei. O gráfico a seguir resume os resultados dos levantamentos efetuados pela Deloitte em 2005 e 2006, confirmando uma evolução favorável na opinião dos entrevistados.

Figura 9 – Opinião dos empresários sobre a nova lei

Fonte: Deloitte (2006, p.5)

Conforme os resultados colhidos pela empresa de consultoria, apesar dos muitos entraves, o saldo parece ser bastante positivo e a nova lei já conta com um alto grau de aprovação por parte do empresariado brasileiro, que acredita que ela vem sendo bem sucedida em sua missão de estimular a recuperação de empresas.

Observa-se que a nova legislação falimentar brasileira, além de mais adequada à realidade empresarial, está alinhada com os princípios norteadores das mais avançadas legislações em todo o mundo, trazendo novos elementos para o processo judicial que possibilitem resgatar as empresas economicamente viáveis ou acelerar a decretação da falência daquelas inviáveis, preservando valor e atenuando conflitos de interesses.

3.4 Os novos elementos trazidos pela lei nº 11.101/05

A Lei nº 11.101/05 modernizou o sistema falimentar brasileiro e deu prioridade à manutenção da empresa e de seus recursos produtivos. Os maiores progressos esperados com a entrada em vigor da nova legislação estão relacionados com a efetiva recuperação de empresas em crise financeira, sobretudo porque a lei extinguiu a concordata e criou os institutos da recuperação extrajudicial²¹ e da recuperação judicial²², pelos quais as empresas insolventes têm a possibilidade de ter sua viabilidade econômica analisada por meio da apresentação de um plano formal de recuperação. Se o plano demonstrar essa viabilidade e suas propostas forem negociadas com os credores e aceitas pelos mesmos, o juiz autoriza o processo de recuperação; caso contrário, determina a falência da empresa.

Assim, se os credores entenderem que a recuperação da empresa não é possível ou viável, a lei estimula um rito expresso de liquidação eficiente de ativos, permitindo, inclusive, a sua realização de forma antecipada, maximizando seus valores e minimizando perdas.

De acordo com Lisboa *et al.* (2005), este modelo foi calibrado de forma a gerar incentivos concretos à reorganização dos negócios, que estimulem um ambiente de negociação, mas preocupado em coibir problemas de risco moral, que normalmente acompanham a condução ineficiente dos negócios ou uma administração desvinculada dos interesses dos credores.

A nova legislação falimentar criou elementos que permitem aos credores uma maior participação e uma efetiva fiscalização ao longo de todo o processo, contribuindo para que eventuais irregularidades possam ser denunciadas. Com isto, paradigmas foram alterados e uma série de novos mecanismos entrou em cena. As principais alterações trazidas pela Lei atual estão resumidas a seguir:

²¹ A recuperação extrajudicial tem por objetivo permitir ao devedor negociar com seus principais credores, sem a rigidez dos processos judiciais, com objetivo de aprovar um plano de recuperação e um acordo para pagamento de suas dívidas, que poderá ser homologado por sentença pelo Juiz. Créditos trabalhistas e fiscais não podem ser incluídos nesta modalidade. Esta solução tende a reduzir os custos de transação, com menor nível de perdas para as partes. Possui duas modalidades: homologatória, que requer 100% dos credores e impositiva, que requer a aceitação de mais de 60% da cada espécie ou grupo de credores sujeitos ao plano.

²² A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da crise econômico-financeira do devedor em situações mais complexas, com maior controle por parte do judiciário e dos credores, buscando a recuperação da empresa de forma negociada, harmonizando interesses e coibindo comportamentos oportunistas.

- a) instituiu o Plano de Recuperação, como um elemento fundamental do processo de reestruturação, que identifique as causas que levaram a empresa a entrar em declínio, proponha medidas saneadoras e demonstre a viabilidade econômica da empresa;
- b) criou a Assembléia Geral de Credores (AGC), como fórum para as discussões dos interesses dos credores – que votam divididos por classes²³ – estimulando a negociação, o que possibilitou um maior envolvimento dos *stakeholders* no processo, em especial na análise e aprovação – ou rejeição – do plano de recuperação;
- c) criou a figura do Administrador Judicial, como órgão singular e obrigatório, que é o representante do juízo, com o objetivo de fiscalizar o devedor e o cumprimento do plano de recuperação, fornecer informações aos credores, requerer falência em caso de descumprimento de obrigação assumida, consolidar quadro geral de credores etc;
- d) criou o Comitê de Credores, como órgão coletivo de natureza fiscalizadora – inclusive do Administrador Judicial e da execução do plano – cuja constituição é facultativa e depende de deliberação da Assembléia Geral de Credores;
- e) instituiu o *Cram Down*²⁴, permitindo que a decisão da maioria dos credores prevaleça e vincule a minoria;
- f) estimulou o processo de recuperação, ao estabelecer privilégios aos fornecedores e credores financeiros que atenderem à empresa na fase de recuperação, que passam a ter seus créditos caracterizados como extra-concursais²⁵;
- g) suprimiu a sucessão tributária, previdenciária e trabalhista na alienação de ativos para que as empresas tenham condições de vender ativos e investir os recursos arrecadados em atividades estratégicas ou utilizá-los para redução de endividamento;
- h) criou o *Stay Period* – ou período de blindagem – pelo prazo de 180 dias, para que o devedor feche acordo com seus principais credores, sob pena de, findo esse tempo, ser decretada a sua falência;
- i) deu maior flexibilidade à adoção de soluções de mercado no processo de recuperação da empresa, desde que as medidas sejam aprovadas pelos credores²⁶;

²³ Na AGC, os credores votam divididos por classes: trabalhadores, credores com direito de garantia real ou privilégios especiais e os credores quirografários ou com privilégios gerais.

²⁴ Ver artigo 58 da Lei nº 11.101/05.

²⁵ Em caso de falência, serão pagos com preferência aos demais credores.

²⁶ O artigo 50 da Lei nº 11.101/05 apresenta algumas soluções mais flexíveis para recuperação da empresa.

- j) alterou a prioridade de pagamentos em caso de falência²⁷, onde os detentores de créditos com garantias reais passaram a ter prioridade de recebimento frente ao Fisco;
- k) instituiu o limite de 150 salários mínimos para a preferência de pagamento de débitos trabalhistas²⁸; créditos que excederem este teto serão considerados como quirografários;
- l) permitiu a realização dos ativos, logo em seguida à arrecadação dos bens do falido, independente da formação do quadro geral de credores, o que, segundo Ulhoa Coelho (2005), poderá evitar a deterioração ou a desvalorização dos bens arrecadados.

Observa-se que a Lei nº 11.101/05 coloca à disposição da sociedade vários mecanismos jurídicos modernos, desburocratizados, céleres e capazes de conciliar os inúmeros conflitos de interesses entre os vários *stakeholders* envolvidos. Os primeiros resultados já podem ser observados. Com a entrada em vigor da nova lei, a mortalidade das empresas no Brasil caiu fortemente, conforme demonstra a figura abaixo.

Figura 10 – Falências requeridas no Brasil entre 2004 e 2007

Fonte: Serasa (2007)

São alguns fatores que podem ajudar a explicar essa redução no número de falências:

- ☐ os acordos judiciais e extrajudiciais que permitiram a reestruturação;
- ☐ os juízes que estão captando o espírito da nova lei;
- ☐ a nova exigência legal de 40 salários mínimos para que o credor possa requerer falência.

²⁷ Ver artigo 83 da nova legislação falimentar.

²⁸ A antiga prioridade ilimitada aos créditos trabalhistas, concedida pela legislação de 1945, contribuiu para incontáveis fraudes e desestimulou muitos credores em processos falimentares.

Em suma, a nova lei traz mudanças benéficas ao ambiente econômico, como: a participação dos credores na governança e na fiscalização do processo falimentar, o que tende a torná-lo mais eficiente e diminuir as chances de fraude. Além disto, o novo rito processual favorece a preservação do valor da empresa e de seus ativos, principalmente em função da maior agilidade do processo e do fim da sucessão trabalhista e fiscal. E, ainda, a alteração na regra de prioridades dada aos credores deve permitir uma diminuição no risco de crédito. Finalmente, a criação da recuperação extrajudicial poderá estimular a renegociação privada entre credores e devedores sem incorrer nos altos custos do processo judicial.

3.5 Potenciais problemas na nova lei

Embora a nova legislação tenha tramitado por mais de dez anos no Congresso Nacional, na opinião de especialistas jurídicos e em recuperação de empresas²⁹, ainda são necessários pequenos ajustes na sua estrutura e a consolidação da jurisprudência, para que essa lei possa atingir todos os objetivos a que se propõe.

Como assinalado, esta tese não objetiva analisar tecnicamente o novo diploma legal. Bons comentários e análises críticas podem ser encontrados em Oliveira (2006), Araújo e Lundberg (2006), Bezerra Filho (2005), Fazzio Jr. (2005), Ulhôa Coelho (2005), Lisboa *et al.* (2005), AASP (2005) etc. No entanto, algumas pequenas menções precisam ser feitas, pois afetam diretamente o processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras. São elas:

- a) a necessidade de comprovação da adimplência fiscal da empresa devedora junto ao Fisco, por meio da apresentação de CND – Certidão Negativa de Débitos³⁰ -, para que a recuperação judicial possa ser admitida pelo magistrado. Tal obrigatoriedade é um forte entrave à recuperação, mas tem sido dispensada pelos juizes. Esta exigência da CND já foi, inclusive, afastada pela Câmara Especial de Falências do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Além do exposto, a obrigatoriedade da CND, por via oblíqua, torna o governo um credor com altíssima prioridade de recebimento;

²⁹ Maiores informações podem ser obtidas em Araújo e Funchal (2006), Barat (2006), Lisboa *et al.* (2005), Oliveira (2006), Porto Araújo (2006) e Queiroz (2006).

³⁰ Ver artigo 57 da Lei nº 11.101/05

- b) apesar da nova legislação ter autorizado a realização de ativos, determinando que o objeto de alienação esteja livre de quaisquer ônus e que não haja sucessão³¹ do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive, naquelas de natureza tributária e trabalhista, observa-se que este ainda é um tema controverso, cuja jurisprudência não se consolidou e que tem gerado inúmeros debates no meio jurídico. Esta indefinição no chamado problema de sucessão deteriora o valor dos ativos de uma firma insolvente, podendo comprometer seu processo de recuperação;
- c) a falta de regras para parcelamento de tributos pela empresa devedora, que se adeque ao plano de recuperação da empresa e a sua capacidade de geração de caixa. Para os especialistas, a nova lei pode perder seu objetivo principal se não houver um projeto que permita o parcelamento de débitos tributários em condições condizentes com a situação financeira e jurídica do devedor;
- d) os altos custos processuais – a nova lei tende a elevar os custos de falência da empresa devedora, pois agrega gastos às demandas judiciais, em especial, com os novos agentes envolvidos, como o Administrador Judicial e com o elevado custo de todo o formalismo requerido pelo processo, como, por exemplo, a excessiva publicação de editais;
- e) a nova lei não estabelece qualquer tratamento ao acionista minoritário, principalmente, em casos de alienação de controle por parte do acionista controlador ou quando da sua responsabilização por atos de abuso na gestão – esta omissão apenas cria novos conflitos de interesses e prejudica a recuperação da empresa;
- f) a necessidade de reaparelhamento do judiciário, com a criação de tribunais e varas especializadas por todo o país, formulando súmulas que permitam uma melhor interpretação da matéria, com assessoria técnica especializada e o auxílio constante do Ministério Público. O pleno sucesso da nova lei requer um judiciário moderno, com menos formalismo e burocracia, especialmente em função do dinamismo e da rapidez do ambiente empresarial.

Em pesquisa realizada junto ao empresariado brasileiro, a Deloitte (2006) verificou a opinião dele sobre os principais pontos que precisam ser revistos e modificados na lei. Os resultados obtidos estão expostos na figura abaixo e corroboram os itens apresentados anteriormente.

³¹ Ver artigo 141 da Lei nº 11.101/05 e Lei Complementar nº 118/05

Figura 11 – O que precisa mudar na nova lei

Fonte: Deloitte (2006, p. 6)

Contudo, ressalva a pesquisa, na opinião dos entrevistados, o sucesso dos princípios que constituíram a essência da nova lei dependerá, fundamentalmente, do nível de conscientização de todos sobre a importância da manutenção da atividade empresarial, considerando o seu papel no fortalecimento da economia, na geração de empregos e na evolução do ambiente de negócios no país. Portanto, mais do que se falar em mudanças na nova lei, deve-se, efetivamente, implantar esta lei, de forma a sedimentar os avanços propostos pelo legislador.

4 DETERIORAÇÃO, DIAGNÓSTICO E FORMULAÇÃO DO PLANO

Nenhuma empresa deseja enfrentar dificuldades financeiras. No entanto, como se procura demonstrar, ao longo desta tese, as crises de liquidez são um convite forçado à reflexão da organização para que seja feita uma análise criteriosa, buscando-se identificar quais razões a teriam levado a este estado.

Algumas situações de dificuldades financeiras podem ser meramente circunstanciais, oriundas de fatos isolados e não recorrentes, como, por exemplo, uma sazonalidade inesperada nas vendas ou a impontualidade no pagamento de um cliente representativo. Caso a empresa adote uma política muito agressiva em seus investimentos em capital de giro³², eventos como os acima citados podem forçá-la a utilizar suas linhas de crédito bancário de curtíssimo prazo ou, dependendo da extensão do prazo e da magnitude dos valores envolvidos, levá-la a ter problemas mais sérios para honrar seus compromissos contratuais nas datas acordadas.

Aparentemente, tais situações são facilmente revertidas tão logo a empresa consiga restabelecer sua geração de caixa operacional, sobrepujando o momento de dificuldade, regularizando os pagamentos pendentes e quitando as dívidas bancárias.

Entretanto, a permanência da crise financeira por um período de tempo mais longo, reiterada por sucessivos descumprimentos das obrigações assumidas, identifica um quadro crônico, já que a própria crise se retro-alimenta, agravando ainda mais a situação. O endividamento começa a crescer exponencialmente e a empresa passa a sofrer penalidades por atrasos nos pagamentos, deteriorando sua credibilidade e a de seus administradores. A persistência deste processo degenerativo pode levar a empresa à insolvência.

Por outro lado, as dificuldades financeiras também podem ser oriundas de problemas estruturais, envolvendo questões estratégicas, organizacionais, mercadológicas, dentre tantas

³² Segundo Damodaran (2004), é recomendável que as empresas mantenham um determinado nível de recursos investidos em caixa operacional e em títulos negociáveis, pois, mesmo que os retornos destes investimentos sejam baixos, tais ativos visam a atender às necessidades operacionais da empresa, preservando a liquidez, inclusive em períodos de sazonalidade ou na eventualidade de contingências e eventos não previstos. Em teoria, as empresas tendem a não ter reservas financeiras muito elevadas, adotando posturas mais agressivas em investimentos em capital de giro, com o objetivo de melhorar o seu desempenho econômico. Todavia, ao trabalhar com menores volumes de recursos financeiros, tais empresas podem enfrentar situações de dificuldades financeiras momentâneas, levando-as a eventuais impontualidades nos pagamentos.

possibilidades, as quais provocam queda no desempenho econômico da empresa, criando um constante – e às vezes crescente – fluxo de caixa negativo.

Essa degradação de desempenho pode ter inúmeras causas, como má gestão, investimentos mal dimensionados, ineficiências operacionais, acirramento da competição, aparecimento de produtos substitutos etc., onde o aspecto financeiro é apenas uma consequência do problema econômico que, talvez, pudesse ter sido previsto e evitado se a empresa monitorasse melhor suas informações, seu ambiente competitivo e as armas de que dispunha para enfrentá-lo.

Quando a empresa encontra muitas dificuldades para recuperar sua estabilidade financeira, isto pode significar que a raiz do problema ainda não foi corretamente identificada, exigindo um diagnóstico mais profundo, visto que a falta de recursos financeiros é um doloroso sintoma de uma causa maior que está afetando a empresa.

De forma análoga e até um pouco simplista, pode-se relacionar a falta de liquidez de uma empresa à febre de um paciente, onde este sintoma – a febre – pode ser, por exemplo, apenas um mero reflexo de uma gripe ou de uma insolação, como consequência de uma excessiva exposição ao sol. Em ambos os casos, uma medicação mais leve alivia o desconforto e o repouso restabelece as boas condições de saúde do paciente. No entanto, se a febre persistir e outros sintomas aparecerem, é provável que algo mais grave esteja acontecendo e um médico deve ser procurado, antes que o quadro clínico se agrave.

Nessa perspectiva, o mesmo sintoma – a febre – em alguns casos pode ser facilmente tratado e não representar qualquer risco à vida ao paciente, como também, em outras circunstâncias, pode demonstrar ser um sinal de alerta de um quadro mais grave, como uma meningite³³ ou outra infecção mais severa, o que certamente requer um diagnóstico detalhado para que a essência do problema possa ser encontrada e tratada.

Portanto, com base no raciocínio exposto, as dificuldades financeiras podem ser apenas incidentais e facilmente reversíveis ou podem ser estruturais, quando se revelam ser um importante sintoma de problemas mais graves na empresa. Nesta segunda possibilidade, provavelmente, como as deficiências mais sérias no caixa não ocorrem da noite para o dia,

³³ Trata-se de uma inflamação das meninges, que são as três membranas superpostas que revestem o encéfalo e a medula espinhal. (HOUAISS, 2004).

diversos outros sinais de alerta já deverão ter precedido a este, mas foram negligenciados por observadores menos argutos ou mal gerenciados pela administração.

Kanitz (1978) diz que os primeiros sintomas de uma insolvência surgem muito antes que ela se concretize. Para o autor, a insolvência é um processo que tem começo, meio e fim; portanto, devem existir, inclusive nas demonstrações financeiras, alguns indícios que possam antever o que está para acontecer. Por sua vez, Reiss e Phelps (1991) mostram que os problemas que levaram à crise financeira geralmente se constroem gradativamente por muito tempo, talvez até por vários anos. Mas, para Marques (1994) e Grove (1997), a cúpula gerencial nem sempre percebe a sutileza gradativa da deterioração, pois a confunde com problemas diários de gestão e tende a continuar adotando as mesmas estratégias que lhe trouxeram sucesso no passado.

Segundo Chanin (*apud* BIBEAULT, 1999) e Queiroz (2006), a maioria das empresas quebra por não conseguir enxergar seus defeitos. Em uma primeira análise, a questão não parece ser apenas como resolver o problema, mas identificar claramente o que está acontecendo. Grove (1997) aponta que muitos profissionais podem chegar a conclusões diferentes sobre um mesmo conjunto de fatos, uma vez que não existe uma fórmula segura que permita distinguir com absoluta segurança se determinado acontecimento é um sinal de perigo ou apenas um ruído comum no dia-a-dia da organização.

Constata-se que a separação e a correta distinção entre sintomas e causas dos problemas nem sempre é fácil para um administrador menos preparado, ou mesmo para um executivo, que, às vezes, está tão inserido no âmago do problema, apagando os incêndios da gestão, que já não consegue ter a isenção e o distanciamento necessários para fazer um diagnóstico apropriado.

Em análises retrospectivas, pode até estar evidente e ser fácil concluir que a trajetória era de declínio, mas aceitar que as estratégias que construíram o sucesso da empresa já não funcionam mais não é uma tarefa simples e requer coragem dos administradores para abandonar o passado e agir na incerteza do futuro.

Assim, a lentidão em reconhecer o declínio e implementar as ações necessárias faz com que uma grande quantidade de empresas não consiga reverter seus processos degenerativos, ingressando na perigosa zona de insolvência. Este fenômeno se deve ao fato da curva de

declínio não ser linear, mas exponencial e acelerada. Desta forma, ou a empresa identifica a origem de seus problemas e toma as duras medidas corretivas em tempo hábil ou ela correrá o risco de se tornar rapidamente insolvente, podendo, inclusive, inviabilizar sua recuperação, pois o forte crescimento do estrangulamento financeiro tende a matar a empresa.

O diagrama a seguir – figura 12 – ilustra a importância do tempo ao longo do processo de declínio. Como pode ser observado, gradativamente, a crise apresenta sintomas cada vez mais fortes, deteriorando rapidamente a organização e dissolvendo seu valor econômico.

Figura 12 – O processo de deterioração empresarial em função do tempo

Fonte: Adaptado do II Fórum Internacional de Renovação de Empresas (2004)

Para demonstrar a força do tempo, este trabalho, novamente, faz uso de uma analogia médica, pois, em ambos os casos, fala-se de saúde, seja ela humana ou corporativa. A importância de um diagnóstico precoce em recuperação de empresas em crise financeira pode ser comparada em sua importância relativa, à força e ao impacto decisivo que tem o fator tempo no diagnóstico e em tratamentos de pacientes com várias doenças, dentre elas o câncer³⁴.

Conforme divulgado pela mídia, o câncer é uma doença altamente degenerativa e que inevitavelmente leva à morte dos pacientes em seus estágios mais avançados. Contudo, se for diagnosticado em tempo hábil, um tratamento adequado pode evitar que a doença se alastre

³⁴ Trata-se de uma designação genérica de todos os tumores malignos, que se caracterizam por uma proliferação celular anárquica, incontrolável e incessante, que geralmente invadem os tecidos.(HOUASS, 2004)

pelo organismo humano, em um fenômeno chamado de metástase³⁵, elevando a possibilidade de recuperação do paciente e as chances de preservação de sua vida.

Portanto, em situações de crise de liquidez e de queda de performance, o tempo é um fator vital, podendo determinar se uma empresa conseguirá ou não reverter este quadro. Além disto, quando o *turnaround* é implementado no início da trajetória de declínio, ele apresenta mais alternativas, causa menos traumas, tem custos inferiores, gera menos desgastes e proporciona maiores possibilidades de sucesso.

4.1 Os sintomas da dificuldade

Em um ambiente altamente competitivo, as situações de dificuldades financeiras parecem ser cada vez mais freqüentes, o que força as empresas a se manter constantemente atentas aos primeiros indícios – financeiros ou não – de potenciais problemas, de forma a poder agir em tempo hábil, com medidas saneadoras que freiem a sua evolução.

A literatura aponta que a maioria das situações de crise financeira é precedida de sinais de advertência, exibindo indicadores de alerta antes que a agonia financeira comece. É evidente que estes sinais não são sempre infalíveis, mas apontam que algo pode estar errado. Slatter e Lovett (1999) dizem que os sintomas trazem importantes vestígios sobre a raiz do problema. Além disto, a simples presença dos sintomas anormais deve estimular um diagnóstico e a busca pela origem dos problemas.

Inúmeros sintomas revelam que uma empresa poderá enfrentar dificuldades financeiras no futuro. Slaughter e Worton (1991) orientam que estes sinais podem vir de diferentes formas, como um crescimento nos problemas diários da organização, problemas de relacionamento na alta direção, problemas com clientes, perda de *market share*, dentre tantos outros³⁶, onde o crescimento das pequenas ocorrências pode ser um sintoma mais evidente do que cada um deles em si.

³⁵ É a migração por via sanguínea ou linfática de produtos patológicos provenientes de uma lesão inicial. (HOUAISS, 2004)

³⁶ Slatter (1984) afirmou que o número de sintomas e causas potenciais é tão grande, que poderia gerar um livro apenas sobre este tema.

Reiss e Phelps (1991), Ross *et al.* (1995), Guatri (1995), Walker (1994) e Bertoli (1995) trazem alguns sintomas normalmente apresentados por empresas que caminham para um quadro de dificuldades financeiras:

- ❑ prejuízos constantes ou crescentes;
- ❑ queda de margens e de lucratividade;
- ❑ saída do principal executivo ou de executivos altamente qualificados;
- ❑ excesso de ações judiciais em andamento;
- ❑ constantes avisos de protesto;
- ❑ elevação de prazos médios de recebimentos e pagamentos e queda no giro de estoques;
- ❑ crescimento descontrolado do endividamento, em especial, no curto prazo;
- ❑ crescimento acelerado ou elevadas despesas financeiras;
- ❑ mudanças sucessivas de bancos e de auditores;
- ❑ perda, redução e dificuldade de renovação dos limites de crédito, como consequência de sua excessiva utilização ou de saques a descoberto; e
- ❑ credores solicitam mais informações ou reforço de garantia para operações de crédito.

Para complementar, esta tese relaciona outros possíveis sintomas não abordados acima:

- ❑ excesso de estoques – desde matérias-primas até insumos e produtos acabados;
- ❑ dificuldades no gerenciamento do fluxo de caixa e capital de giro próprio negativo;
- ❑ piora no clima organizacional e conseqüente aumento de tensão entre as áreas;
- ❑ perda de credibilidade comercial, com conseqüente êxodo de clientes e diminuição dos prazos de pagamento aos fornecedores;
- ❑ divergências entre acionistas e entre administradores;
- ❑ falta de excedentes para novos investimentos;
- ❑ atraso tecnológico;
- ❑ crescimento do número de pedidos de demissão dos talentos da empresa etc.

Reiss e Phelps (1991) também lembram que pequenos incidentes, aparentemente isolados, mas que se repetem com alguma frequência, podem ser muito mais significativos do que se imagina, demandando cuidado especial por parte dos gestores. Os autores também chamam a atenção para alguns indicadores qualitativos que podem identificar riscos futuros, como: problemas de produção, atraso nos embarques e entregas, devoluções de vendas, retrabalhos, alto nível de insatisfação de clientes, falta de manutenção preventiva, baixa moral entre os empregados, elevada taxa de *turnover* de funcionários etc.

Sloma (1985) apresenta os vinte e oito sintomas que se refletem em indicadores financeiros e que podem ser monitorados pela gestão e pelos *stakeholders*. Já Slatter e Lovett (1999) dizem que, dependendo da perspectiva do observador, determinados sinais são mais fáceis de serem identificados do que outros. Para estes autores, alguns sintomas são percebidos facilmente pelos *stakeholders* mais próximos, já que são eles que acabam sofrendo os seus primeiros impactos. Porém, gradativamente, estes reflexos começam a ser percebidos pelos demais.

Slatter e Lovett (1999) relatam, ainda, que alguns *stakeholders* mais desatentos não percebem o agravamento da situação da empresa e, quando a crise eclode, são pegos de surpresa e pouco podem fazer. Os autores fazem a analogia com a história do sapo que é lentamente fervido em água e não reage, morrendo tranquilo e inchado. É exatamente isto que pode ocorrer com os *stakeholders* que não estiverem atentos ao processo de deterioração de seus parceiros.

Os sintomas são mais visíveis e fáceis de observar do que as verdadeiras causas, mas, por isto mesmo, esta tênue diferença faz com que inúmeras vezes eles sejam confundidos com as próprias causas. Esta perfeita segregação é difícil de ser feita, pois, como está apresentado no próximo tópico, a deterioração provoca um forte encadeamento de diversas relações de causa e efeito, tornando ainda mais árduo o diagnóstico inicial.

4.2 A deterioração da empresa e o agravamento da crise

Caso os primeiros alertas não provoquem um movimento de reação por parte dos gestores, é provável que a situação da empresa se agrave, encaminhando-a um acentuado processo de declínio que torna a crise mais severa, podendo chegar à total insolvência técnica, ou mesmo, à insolvência baseada em estoques.

Ao longo deste processo, os sintomas vão se tornando mais graves e evidentes, provocando maiores repercussões internamente na empresa e junto aos seus *stakeholders*. Segundo Argenti (1976), os problemas empresariais compreendem seqüências de causa e efeito, onde o que é causa de um problema específico é efeito de outro. Mesmo assim, conforme Bortoli Neto (1994, p. 8), “é comum observar que os empresários falham por desconsiderar a interdependência existente entre seus diversos problemas”, muitas vezes, desperdiçando

tempo e recursos preciosos, combatendo excessivamente os sintomas mais aparentes da crise e negligenciando as causas reais.

Para Argenti (1976), quando a administração de uma empresa é fraca, habitualmente, ela possui um sistema deficiente de informações gerenciais e não responde à necessidade de mudanças. Ou, quando o faz, acaba procedendo de maneira equivocada, superexpandindo vendas, lançando-se em um grande projeto ou alavancando excessivamente o negócio, o que agrava ainda mais a já difícil situação da empresa.

Por outro lado, Argenti (1976) ressalva que a simples percepção dos sintomas não evita o colapso da empresa. Conforme o autor, é necessário entender as relações de causa e efeito que estão ocorrendo e identificar as tendências da trajetória que se delineia, para que se possa antecipar as próximas etapas e reverter a situação.

Assim, o risco de um efeito-dominó e as relações de causa e efeito tendem a alastrar a crise por toda a companhia, fazendo com que os sintomas iniciais comecem a trazer novos problemas para a empresa já debilitada. São exemplos destes sintomas conseqüentes:

- ❑ maior vulnerabilidade às oscilações e à sazonalidades de mercado;
- ❑ descumprimento das obrigações tributárias, pois, em geral, este é um dos primeiros pagamentos a ser suspenso em caso de falta de liquidez;
- ❑ acentuada queda de rentabilidade, visto que os *spreads* bancários podem ser majorados em função de uma maior percepção de risco por parte dos credores;
- ❑ problemas judiciais tendem a crescer ainda mais;
- ❑ degradação acelerada do relacionamento com os *stakeholders*;
- ❑ abandono de projetos de inovação, pesquisa e desenvolvimento, dentre outros.

Santos (2000, p. 130) também aponta que os fracos resultados e as dificuldades financeiras persistentes vão minando progressivamente a organização, afetando o seu gerenciamento diário e trazendo conseqüências que agravarão a crise, como:

- a) usos de insumos de menor qualidade, visando reduzir custos;
- b) crescente piora da qualidade dos produtos finais, com aumento de defeitos e rejeitos;
- c) aumento de reclamações de clientes;
- d) devoluções de mercadorias vendidas tornam-se crescentes;
- e) maior freqüência de descontos sobre preços de vendas motivados por problemas de qualidade;

- f) atrasos de pagamentos a fornecedores restringem suprimentos e criam necessidade de novas fontes de suprimentos. Havendo alteração nas características e propriedades dos insumos, surgem dificuldades adicionais à manutenção dos padrões de qualidade dos produtos finais;
- g) os efeitos incômodos tendem a multiplicar-se na cadeia produtiva, ocasionando perda de vendas e de clientes para concorrentes;
- h) o volume de vendas e as margens de rentabilidade decrescem;
- i) o conceito da empresa é rebaixado no mercado, decaem o moral dos empregados e a produtividade da mão-de-obra (SANTOS, 2000, p. 130).

Slatter e Lovett (1999) e Slatter (1984) fazem uma abordagem diferente para explicar como o comportamento da gestão contribui para o avanço da deterioração. Segundo os autores, ela avança em quatro estágios fundamentais, conforme a figura a seguir:

Figura 13 – Os quatro estágios da deterioração empresarial

Fonte: Adaptado de Slatter e Lovett (1999, p. 61)

No primeiro estágio ocorre uma tentativa da administração de negar a crise, em uma atitude de complacência, ignorando a presença dos sintomas, permitindo que as causas continuem presentes e agravando a saúde da empresa.

O segundo estágio se inicia quando os sintomas da crise começam a se tornar mais visíveis e a gerência procura razões para tentar explicá-la. As justificativas apresentadas estão pautadas em períodos de transição da empresa ou pressões externas do ambiente corporativo. Não há qualquer reação por parte gerência, pois acredita que a crise passará normalmente. Tais

posturas permitem o avanço dos atuais sintomas e o surgimento de outros, que começam a se alastrar rapidamente por toda a organização, criando novos problemas e acentuando a severidade da crise. Usualmente, em empresas mais endividadas, este tempo perdido é fatal, porque acelera vertiginosamente o passivo financeiro.

O terceiro estágio demonstra o início da desintegração corporativa; a gerência agora assume a crise e toma atitudes, mas as necessidades de ação são subestimadas. Com a crescente pressão externa, começam os cortes orçamentários e a reorganização interna, o que leva a disputas internas por poder; mesmo assim, a gerência continua a emitir comunicados favoráveis sobre as perspectivas de recuperação. Os prejuízos crescem aceleradamente, os problemas se agravam continuamente, os *stakeholders* começam a manifestar mais intensamente suas preocupações, além de ameaçar suspender o fornecimento de insumos básicos.

Por fim, em função da incapacidade da administração em tomar decisões que possam equacionar a crise, a empresa entra no quarto estágio, o colapso, o que exige medidas urgentes ou o quadro se tornará praticamente irreversível.

Diante do exposto, constata-se a força e o efeito devastador que um processo de deterioração pode ter, quando o contínuo agravamento dos seus sintomas vai minando as bases de sustentação da empresa e criando outros problemas sucessivos, em um efeito semelhante ao crescimento de uma bola de neve. Em suas pesquisas, Bibeault (1999) demonstrou que o período médio deste processo é de 3,7 anos.

Se o mesmo não for rapidamente interrompido – e as respostas gerenciais da empresa são determinantes neste sentido –, provavelmente esta empresa caminhará em direção à falência. Estudos elaborados por Schendel *et al.* (1976), Bibeault (1999), Hambrick e Schecter (1983), Slatter (1984), Chowdhury e Lang (1996) demonstraram que, em situações como esta, em média, apenas 20% das empresas conseguem se recuperar.

Portanto, percebe-se que a deterioração empresarial é um fenômeno que pode ser observável e sentido pelos gestores da empresa, mas que requer um trabalho tempestivo de diagnóstico, para que as causas originais sejam identificadas antes que o desastre financeiro ocorra.

4.3 Diagnóstico empresarial

Para reverter a tendência de degradação descrita anteriormente é necessária uma profunda análise da empresa e de seu ciclo de vida, que possibilite o entendimento de como e por que ela se encontra ou caminha para uma crise, onde a qualidade das informações examinadas é fundamental para o sucesso deste trabalho.

Esta tese ressalta a importância de um diagnóstico correto, que reconheça a natureza e a magnitude da crise, distinguindo causas e sintomas dos problemas enfrentados, pois, como na medicina, o sucesso do tratamento depende que as doenças sejam corretamente identificadas, para que seja feito um prognóstico certo e se recomende a terapêutica corretiva.

Não apenas em função do curto espaço de tempo concedido pela lei³⁷, mas sobretudo em função da velocidade do processo de declínio, o diagnóstico deve ser feito de forma rápida e eficaz, não havendo mais espaço para desperdícios de tempo ou de recursos. Por isso, Sloma (1985) e Bibeault (1999) recomendam a adoção do princípio de Pareto, visto que acreditam que 20% das causas estão gerando 80% dos problemas.

Ao longo do diagnóstico, talvez não se encontre um problema único que justifique toda a degradação da empresa. Possivelmente, serão identificadas seqüências de erros, que se retro-alimentaram, gerando outros problemas derivados, conforme a relação de causa e efeito já oportunamente apresentada neste trabalho.

Mittelstaedt (2005) reforça que a maior parte das crises é resultado de uma série de erros e que, em muitos casos, teria sido possível romper esta seqüência e evitar a crise se medidas tempestivas tivessem sido tomadas. O autor cita os casos da *Eron* e *WorldCom* nos Estados Unidos, para demonstrar que nenhum deles foi resultado de uma única decisão ou ação errada, mas envolveram uma complexa teia de erros que não foram percebidos ou foram negligenciados, levando estas empresas à falência. A pesquisa realizada pelo Sebrae-SP (2005) também aponta que nem sempre há um fator único responsável pela mortalidade da empresa; porém, há um conjunto de fatores que pode reduzir suas chances de sobrevivência.

³⁷ O artigo 53 da Lei nº 11.101/05 determina um prazo limite de 60 dias a contar da publicação do deferimento da recuperação judicial, para que a empresa devedora apresente o seu plano de recuperação.

Por outro lado, Bortoli Neto (1980, 1994) acredita ser possível identificar um problema central ou nuclear, que tenha se constituído na mola propulsora de todo o processo de crise, retomando o conceito do encadeamento de causa e efeito.

Havendo ou não um problema central, com a permanência da crise, novos problemas vão aparecendo e merecem ser analisados nesta etapa de diagnóstico, para que suas causas possam ser identificadas e atacadas pelo plano de recuperação³⁸.

A primeira etapa do diagnóstico deve estar relacionada com o sintoma de maior risco, ou seja, o caixa ou a falta dele. Como apontado no capítulo dois desta tese, a empresa pode estar enfrentando problemas cuja origem seja apenas de natureza financeira, gerados por decisões financeiras equivocadas, onde a falta de liquidez pode ser consequência de uma estratégia equivocada de endividamento – uma alavancagem financeira excessiva, baixo investimento em capital de giro, excesso de imobilização ou mesmo decorrente de uma mera situação de desequilíbrio financeiro³⁹, entre outras possibilidades. Tais situações tendem a ser mais simples de serem revertidas por uma reestruturação financeira.

No entanto, a maioria das pesquisas⁴⁰ aponta que, via de regra, a origem dos problemas é de natureza econômica e estratégica, denotando características de uma deficiência estrutural, que certamente demandará maiores esforços de reestruturação. São alguns exemplos de problemas deste tipo: a perda de competitividade, o crescimento descontrolado, a competição apenas por preço, as deficiências operacionais e comerciais, os prejuízos operacionais, dentre outras causas de origem interna ou externa, que estão apresentadas adiante.

Mais uma vez, deve-se ressaltar que raramente as causas de natureza econômica e estratégica surgem de repente. Estas situações são muito mais complexas, pois são afetadas pela cultura da organização, potencializadas pelo seu ciclo de vida e se instalam aos poucos, deixando a empresa enfraquecida e vulnerável, trazendo incontáveis implicações, como a deterioração do fluxo de caixa, por exemplo.

³⁸ Outros autores também compartilham a idéia de múltiplas causas, como John *et al.* (1992), Slatter (1984), Platt (1998), Bibeault (1999), Davis e Sihler (2002) e Boulton *et al.* (2001).

³⁹ Desequilíbrios financeiros ocorrem quando a empresa se financia seus ativos com recursos que vencem em prazos incompatíveis e desproporcionais ao retorno dos investimentos realizados.

⁴⁰ Maior detalhamento pode ser obtido em Ferreira (2006), Mittelstaedt (2005), Adizes (2004), Sull (2003), Kahl (2002), Gilson (2001), Kramer (2000), Bibeault (1999), Platt (1998), Grove (1997), John *et al.* (1992), Di Napoli *et al.* (1991), Kraftson e Giacco (1991), Slatter (1984), Altman (1983) e Argenti (1976).

Mittelstaedt (2005) traz alguns indicadores que podem evidenciar deficiência estratégica:

- ❑ empregados não entendem a estratégia;
- ❑ surgimento de novos concorrentes ou novos produtos revolucionários na concorrência;
- ❑ oportunidades perdidas e há grande dificuldade de encontrar outras;
- ❑ crescimento orgânico começa a ficar difícil ou até impossível;
- ❑ perda indireta no poder de estabelecer preços; e,
- ❑ percepção de que as competências da empresa não mais a diferenciam.

Um aspecto essencial no diagnóstico é o dimensionamento da severidade da crise, pois ela influenciará diretamente o teste de falência, as medidas a serem tomadas e determinará a urgência de implantação das mesmas. De acordo com Sloma (1985), o rigor da crise pode ser mensurado pela gravidade e pelos riscos dos sintomas apresentados. Já Sakuma (2003) aponta que este rigor também é função das causas do declínio e de estágio da crise. Contudo, deve-se ressaltar que a severidade da crise não está refletida apenas na insolvência financeira da empresa no curto prazo, apesar desta ser decisiva na opção entre recuperar ou liquidar.

Diante do exposto, fica evidente a importância da compreensão da crise e a necessidade da identificação das suas causas, tanto que Slaughter e Worton (1991) e Queiroz (2004) orientam que, a menos que a situação requeira alguma intervenção de alívio imediato, nenhuma medida de impacto deve ser tomada até que o diagnóstico esteja concluído.

Sob esta abordagem, conforme Sloma (1985), deve-se analisar a história do “paciente” sobre suas condições de saúde financeira; em segundo lugar, analisar e quantificar os sintomas e as informações coletadas para completar o diagnóstico, avaliando a severidade da crise e, só assim, prescrever o tratamento adequado.

Um diagnóstico mais amplo sempre demanda investigações de dados externos e internos da organização, que vão desde uma análise do contexto macroeconômico e de como este pode estar afetando a empresa e seu mercado⁴¹, passando pela análise de seu setor de atuação⁴², de

⁴¹ Mário (2005) aponta que as causas externas, representadas em sua pesquisa por variáveis macroeconômicas, têm relação direta com a falência da empresa. O autor ressalva que a falência também é afetada por causas internas à empresa, mas que as causas externas existem e são relevantes.

⁴² A análise das cinco forças de atratividade de setor desenvolvidas por Porter (1980) é de grande valia nesta etapa.

sua concorrência e de suas tendências⁴³, até a busca por informações internas detalhadas, como, por exemplo, a qualidade do seu negócio, os seus números gerenciais e contábeis⁴⁴, sempre com o objetivo de analisar a situação econômica, financeira e patrimonial da empresa em dificuldades, abrangendo sua estratégia, seu modelo de negócios, sua estrutura organizacional, seu ciclo de vida e seus diferenciais competitivos, procurando compreender porque a empresa atingiu este estágio e o que pode ser feito para recuperá-la.

Kanitz (1978) afirma que, nos momentos que precedem uma falência, os balanços de algumas empresas brasileiras são adulterados⁴⁵ de forma premeditada por sua gestão. Mesmo assim, o autor comprovou a utilidade destas informações para a previsão de insolvência.

Ghosn e Ries (2007) dizem que para formar a concepção do problema, é necessário entender como pensam as pessoas na empresa sobre a situação que estão vivendo. Para tanto, os autores recomendam entrevistar executivos, mas, também, que sejam ouvidos mais níveis hierárquicos da organização, pois, se uma crise se instalou, deve haver fortes chances de que a alta cúpula tenha se tornado um obstáculo ao fluxo de informações e à solução dos problemas.

Ghosn e Ries (2007) ressaltam, ainda, suas preocupações com os produtos e os níveis de excelência da empresa. Para tanto, recomendam compreender as preocupações dos homens de campo sobre a aceitação, a qualidade, os preços e outras variáveis-chave em relação aos produtos, além de sentir a percepção dos clientes da empresa. Grove (1997) concorda e diz que a equipe de vendas sempre percebe mais cedo as mudanças iminentes nos negócios.

Por fim, abaixo estão relacionadas as variáveis fundamentais que merecem estar incluídas no escopo de um bom diagnóstico empresarial.

⁴³ Para Miles (1997), a falha em observar e interpretar as tendências de sua indústria é a principal razão que leva empresas a sucumbir.

⁴⁴ Diversos autores têm apresentado modelos de previsão de insolvência com base nas informações contábeis. Podem-se destacar os estudos de Beaver (1966), Altman (1968), Altman *et al.* (1977), Kanitz (1978), entre outros. Estes modelos têm se demonstrado eficientes em sinalizar com antecedência uma situação futura indesejável, contribuindo para que ações corretivas sejam tomadas a tempo de evitar a insolvência. Altman (1993) também afirma que estes modelos têm sido úteis para analistas na avaliação de empresas em processo de reestruturação.

⁴⁵ Kanitz (1978) chama este procedimento de *window dressing*, cujo objetivo é melhorar alguns índices financeiros para obtenção de crédito.

- Análise estratégica:
 - o ciclo de vida da organização e de seus principais produtos;
 - o *market share*, regiões geográficas atendidas e internacionalização da empresa;
 - o análise mercadológica – elasticidade da demanda e quantificação da oferta;
 - o sazonalidades e tendência de mercado;
 - o perspectivas de crescimento do setor de atuação da empresa;
 - o vantagens e ameaças competitivas;
 - o fatores críticos de sucesso no passado e no presente;
 - o *core business*, diversificação e competências essenciais;
 - o modelo de negócios;
 - o marcas, patentes e demais ativos intangíveis.

- Análise organizacional e operacional:
 - o processos de negócios e de suporte;
 - o qualidade dos controles internos;
 - o função financeira: planejamento, orçamentos e controle;
 - o informações gerenciais para tomada de decisões;
 - o estrutura organizacional;
 - o logística de materiais e canais de distribuição;
 - o grau de alavancagem operacional;
 - o capacidade ociosa e estrutura de custos;
 - o eficiência do processo produtivo e produtividade da empresa;
 - o atualização tecnológica.

- Análise histórica, financeira e de desempenho econômico:
 - o performance histórica da empresa e geração operacional de caixa;
 - o análise de desempenho econômico das diversas unidades de negócios;
 - o margem de contribuição por produto;
 - o grau de eficiência operacional e retorno sobre investimentos;
 - o volume de investimentos em ativos fixos e a relação de ativos;
 - o volume de investimentos em inovação e em pesquisa e desenvolvimento;
 - o administração do capital de giro – disponível, estoques e contas a receber;
 - o evolução, composição e custo do endividamento;
 - o gestão de riscos e políticas de *hedge*.

- Outras informações gerais:
 - o grupo econômico;
 - o empresas coligadas e controladas;
 - o mudanças de controle da empresa;
 - o qualidade da governança corporativa;
 - o gestão e liderança;
 - o grau de rotatividade de funcionários e de executivos;
 - o organograma, hierarquia e relações de poder;
 - o cultura organizacional;
 - o políticas de recursos humanos – recrutamento, remuneração etc.

Em momento algum a relação acima tem a pretensão de hierarquizar ou esgotar as variáveis que devam ser analisadas no diagnóstico de empresas em dificuldades. Ela apenas ilustra este trabalho, apontando informações relevantes, que precisam ser objeto de verificação por parte da equipe profissional que conduzirá o *turnaround*.

Walker (1992) ressalta que cada circunstância individual poderá requerer investigação mais específica e lembra que o diagnóstico não deve seguir regras demasiadamente rígidas. Ao contrário, os profissionais-técnicos encarregados de executar tal investigação deveriam ser flexíveis e procurar “sentir” a empresa e seus negócios.

A experiência da equipe de análise é muito importante, pois, em um diagnóstico, muitas vezes os movimentos de crescimento ou declínio da empresa podem não ocorrer com uma tendência tão nítida. Nas fases de crescimento, é possível observar retrocessos e, nas de declínio, uma eventual recuperação temporária de margens de rentabilidade.

Durante esse exame, poderá se constatar que, embora a empresa como um todo possa estar em dificuldades financeiras, é possível que exista uma boa parte do negócio que ainda esteja sadia e que possa estar ou tornar-se lucrativa. Esta conclusão é vital para o teste de falência, para a negociação com os *stakeholders* e para a recapitalização da organização.

Finalmente, o diagnóstico deve verificar a regularidade jurídica e fiscal da empresa, apurando o cumprimento de todas as suas obrigações principais e acessórias e dos formalismos legais,

principalmente em relação aos seus livros contábeis, pois os mesmos poderão ser requeridos em processos judiciais.

Apesar de não estar escrita na lei, esta fase pré-judicial é essencial para o processo de recuperação. Assim, ao concluir o diagnóstico, a equipe técnica deve certificar-se de que identificou as reais causas da crise enfrentada pela empresa, para que, no momento da concessão de um processo de recuperação judicial por um magistrado e na aprovação – ou não – do plano por seus credores, haja uma análise menos subjetiva e mais suportada por informações e dados concretos que, avaliados e julgados de maneira ampla e sem assimetria informacional, possam subsidiar as decisões de todos os envolvidos.

4.4 As causas mais comuns

Inúmeros autores como Argenti (1976), Schendel *et al.* (1976), Slatter (1984), Sloma (1985) Tamari (1990), Reiss e Phelps (1991), Altman (1986, 1993), Walker (1994), Miles (1997), Bibeault (1999), Sutton (2002), Queiroz (2004), Davis e Sihler (2002), Mário (2005), Slatter *et al.* (2006) apontam a má gestão⁴⁶ como o principal fator que leva uma empresa a enfrentar dificuldades financeiras, demonstrando que a grande maioria dos problemas se origina em um gerenciamento deficiente, em uma liderança autocrática, ou ainda, em decisões inadequadas.

De acordo com Sloma (1985) e Bibeault (1999), pode-se configurar uma má-gestão por várias características, como: incompetência, inaptidão, falta de *expertise* técnica, imprudência, visão estreita, impulsividade, falta de liderança, carência de um bom executivo financeiro, equipe desbalanceada, burocracia excessiva, negligência, tolerância ao baixo desempenho, autocracia, ego etc., mas, principalmente, por nem sempre reconhecer a existência de problemas e pela falta de ação, achando simplesmente “que as coisas irão melhorar”.

⁴⁶ Para ilustrar, Altman (1986) destaca um estudo realizado em 1983, com mais de 6000 empresas falidas, que apontou a má-gestão como principal razão para a bancarrota. Altman (1993) mostra ainda que, via de regra, as dificuldades financeiras estão relacionadas à incompetência gerencial e cita outras pesquisas evidenciando que cerca de 88% dos casos de fracasso nos negócios se deve à qualidade da gestão. Para Walker (1994), este percentual é ainda maior, podendo ser superior a 95%. Mário (2005) também ressalta que a maioria das pesquisas realizadas sobre o tema considera a má-gestão, mesmo sem crime falimentar, como a principal causa de falências.

Mittelstaedt (2005) diz que, em casos de crise, geralmente, pessoas estão na raiz do problema e que os erros identificados costumam ser resultado da ação direta ou da inércia do ser humano. O autor informa ainda que, em micro e pequenas empresas, os proprietários geralmente estão presentes na sequência de erros que levou à crise.

McTaggart (1990) aponta que um problema de gestão muito comum ocorre quando os executivos exploram as vantagens competitivas da empresa, privilegiando o crescimento do seu *market share*, em detrimento da melhora de suas taxas de retorno, muitas vezes, destruindo valor da organização ao preservarem negócios com baixas taxas de retorno e alto capital investido ou quando não investem adequadamente em negócios com alta taxa de retorno. Assim, para o autor, a adoção de estratégias inapropriadas ou mesmo a falta de estratégias claras são as principais causas que justificam o fato de uma empresa ter uma rentabilidade muito abaixo da média do mesmo setor.

A teoria aponta que alguns problemas de gestão podem estar na estrutura de governança da organização e se evidenciam pela falta de interesse, de preparo profissional e de atuação do conselho de administração⁴⁷, que atua como órgão homologatório, desalinhado dos interesses dos demais acionistas. Wruck (1990) também afirma que empresas com fraco sistema de governança podem ser levadas a ter dificuldades financeiras, principalmente em função dos conflitos de agência⁴⁸, enquanto Silveira (2004) aponta que a literatura é repleta de exemplos de custos de agência que podem comprometer o sucesso da empresa no longo prazo.

Diante do exposto, Mário (2005) demonstra que a falência pode ter um efeito pedagógico e apresentar à sociedade os erros cometidos pela gestão. De acordo com o autor, este conceito de má-gestão deve ser entendido não apenas como o de práticas e condutas de má-fé, mas, sobretudo, como falta de profissionalização e capacitação dos gestores. Em contrapartida, Kanitz (1978) lembra que uma empresa bem administrada pode se recuperar de uma situação difícil, especialmente se a tendência de insolvência for detectada com antecedência e esta empresa corrigir os rumos que está seguindo.

⁴⁷ Bibeault (1999) aponta a importância de uma atuação pró-ativa dos conselhos de administração profissional e independente, que questione a gestão sobre as estratégias, os investimentos realizados, os controles internos, as políticas de financiamento etc. Para o autor, o conselho não é diretamente responsável pelas causas do declínio, mas pode desempenhar um papel importante na prevenção de crises.

⁴⁸ São exemplos de potenciais problemas de agência: crescimento exagerado, diversificação excessiva, demasiados gastos pessoais etc. Maiores informações podem ser obtidas em Jensen e Meckling (1976).

A má-gestão é sempre um fator interno à empresa. Porém, de acordo com a literatura, existem outros fatores internos, potencialmente controláveis pela gestão, e alguns fatores externos – não controláveis – que, se não forem identificados e gerenciados corretamente, contribuirão para a crise financeira e até mesmo para uma eventual falência.

Para uma melhor orientação, esta tese expõe as possíveis causas de dificuldades financeiras divididas em duas categorias principais: fatores internos, aqueles surgidos tão somente dentro da empresa e os fatores externos, que se originam fora da organização.

Para Bibeault (1999), os fatores internos são integral ou parcialmente responsáveis por cerca de 90% das situações de crise empresarial e, segundo Grinyer *et al.* (*apud* SAKUMA, 2003), usualmente, os demais fatores internos também estão relacionados com a má gestão.

Possíveis causas internas para as crises empresariais podem ser: gestão tipicamente familiar, disputas entre sócios, morte do fundador, sucessão inadequada, fraudes, excessivo *overhead*⁴⁹, falta de inovação, estágio do ciclo de vida da empresa e de seus produtos, estratégia equivocada, crescimento desordenado, diversificação mal concebida, atraso tecnológico, baixa economia de escala e estrutura de custos não competitiva, problemas de planejamento e controle da produção⁵⁰, ineficiência operacional, descontrole de estoques⁵¹, elevado grau de dependência de clientes, *marketing* falho, desorganização da equipe de vendas etc.

Segundo Ghosn e Ries (2007, p.104), “quando uma empresa enfrenta dificuldades, é sempre e antes de tudo por sua própria culpa”. De acordo com os autores, os genes do declínio se encontram sempre no interior da organização. Também para Sull (2003), a causa do declínio está na mecânica íntima de funcionamento da empresa, notadamente em função do que ele chamou de inércia corporativa, ou seja, a perda gradual de competitividade e redução da participação de mercado por não acompanhar evoluções tecnológicas ou mercadológicas e por adotar sempre as mesmas atitudes e estratégias que tiveram sucesso no passado.

⁴⁹ Custos fixos e despesas administrativas.

⁵⁰ Que se evidenciam pela capacidade ociosa da empresa ou pelo excesso de *overtime*.

⁵¹ Altos volumes de estoques ou de contas a receber podem trazer impactos na necessidade de investimento em capital de giro da empresa e, conseqüentemente, em sua necessidade total de financiamento permanente, para que a empresa não caia no chamado “efeito tesoura”, passando a depender de renovação de empréstimos de curto prazo para manter sua capacidade de pagamento.

Grove (1997) diz que muitos fracassos são explicados por esta dissonância estratégica, que ocorre quando a gestão fica presa à inércia do sucesso passado e não enxerga o aparecimento de um ponto de inflexão estratégica⁵², o que traz consequências profundas no setor de atuação e na forma de concorrência da empresa, sendo fatal, se não for detectado e compreendido.

Drucker (1995) reavalia esta questão sob outra perspectiva. Para o autor, o maior desafio enfrentado pelas empresas está em “o que fazer” e não “como fazer”, sobretudo para aquelas organizações que tiveram sucesso no passado e agora enfrentam problemas aparentemente insolúveis. O autor complementa afirmando que a causa básica das crises nas empresas pode ser explicada pela sua “Teoria do Negócio”, ou seja, as hipóteses sobre as quais a organização e o negócio foram concebidos⁵³ não mais coincidem com a realidade. Para testar a Teoria do Negócio de uma organização, Drucker (1995) recomenda a seguinte auto-análise: se esta empresa já não estivesse neste negócio, ela entraria nele hoje?

Para Slatter e Lovett (1999), Rock e Rock (1990) e Bibeault (1999), um fator interno muito importante pode estar na função financeira da empresa, pois se esta for falha, resultará em controles contábeis e financeiros inadequados, na ausência de planejamento financeiro, na carência de sistemas de informações gerenciais confiáveis, entre outros, que podem levar a empresa a decisões equivocadas, como imobilização ou alavancagem excessivas, deficiências na gestão de capital de giro e de fluxo de caixa, manutenção de atividades deficitárias etc.

Mais um fator interno relevante apontado por Schendel *et al.* (1976), Platt (1998) e Gething (*apud* SLATTER E LOVETT, 1999) e Bibeault (1999) é o início de um grande projeto, como uma aquisição, a diversificação ou um programa de expansão, principalmente quando a empresa aposta seu futuro nele, direcionando altos volumes de recursos. Grandes projetos são uma das causas mais tradicionais de fracasso empresarial, pois prazos e custos tendem a ser subestimados e geração de caixa, freqüentemente, é superestimada. Além disto, nem sempre as empresas estão precavidas para os principais fatores de risco relacionados com tal projeto.

⁵² Grove (1997) explica que um ponto de inflexão estratégica é um período no ciclo de vida das empresas em que seus conceitos mudam radicalmente e que tais mudanças podem significar uma oportunidade para alcançar novos patamares, mas também pode ser um sinal de começo do fim. Para o autor, os pontos de inflexão estratégica podem ser causados por mudanças tecnológicas, regulatórias, concorrenciais etc.

⁵³ Drucker (1995) refere-se a hipóteses a respeito dos mercados, valores e comportamentos, da tecnologia e sua dinâmica, das forças e fraquezas da organização, ou seja, são hipóteses sobre o ambiente da organização – a sociedade, mercado, cliente etc; hipóteses sobre a missão da organização e hipóteses sobre suas competências essenciais necessárias para a realização desta missão.

Algumas outras causas internas para a crise podem estar relacionadas a fatores únicos e não recorrentes, como por exemplo:

- ❑ perda ou dependência do principal cliente ou fornecedor;
- ❑ perda do principal parceiro comercial, seja ele representante, franqueador, agente etc.;
- ❑ mudança de instalações sem que haja disponibilidade de recursos suficientes;
- ❑ investimentos subestimados envolvidos na estruturação da capacidade produtiva ou no lançamento de uma nova linha de produtos;
- ❑ preço demasiadamente alto na aquisição de outra empresa e, talvez, com a assunção de novas obrigações e responsabilidades;
- ❑ responsabilidade pelo fornecimento de um contrato único e de grande porte, de tipo ou em área que a empresa tenha pouca experiência anterior.

Argenti (1976), Reiss e Phelps (1991), John *et al.* (1992), Altman (1993), Slatter e Lovett (1999), Bibeault (1999), Sakuma (2003) e Mário (2005) chamam a atenção para a existência das causas externas na aceleração da deterioração empresarial e para a própria crise em si, demonstrando a contribuição que estes fatores têm em situações de dificuldades financeiras.

Bibeault (1999) e Argenti (1976) ressaltam que apenas os fatores externos, mesmo não sendo diretamente controláveis, não deveriam levar uma empresa à insolvência e, caso isto venha a ocorrer, pode ser também responsabilidade da sua gestão, pois cabe a ela dotar a empresa de uma postura segura, que lhe permita resistir a flutuações macroeconômicas e a outros desafios externos. Em suas pesquisas, Clifford (1977) descobriu que, em média e durante um mesmo ciclo econômico negativo, empresas bem administradas conseguiram melhorar seu desempenho, enquanto empresas mal administradas tiveram seus resultados deteriorados em consequência destas piores condições, ou seja, para o autor, uma boa gestão pode compensar, inclusive, condições econômicas pouco favoráveis.

Corroborando a tese de Clifford (1977), Bibeault (1999) ressalta que mesmo os constantes e acelerados avanços tecnológicos não podem, isoladamente, justificar eventuais problemas financeiros. Para o autor, tal evolução tem trazido excelentes oportunidades para as empresas bem administradas e, possivelmente, dificuldades para aquelas mal geridas.

Altman (1971) também desenvolveu um amplo estudo para examinar a associação entre estes fatores externos e a falência empresarial, constando que a restrição do crédito pode ser uma das principais variáveis que contribui para o colapso corporativo.

Altman (1993) reforça a importância do fator externo “competição global”, sobretudo em setores desregulamentados. Lev (2001) justifica o acirramento da concorrência internacional entre as empresas, como consequência do avanço da tecnologia da informação e da logística, além da consolidação da *internet*.

Todavia, Bibeault (1999) mostra que os fatores externos com estas características, raramente ocorrem de forma súbita. Na maioria das vezes, estas mudanças se processam devagar e de forma previsível. O autor também subdivide os fatores externos em transformações externas e restrições externas, sendo que a diferença entre ambas está no grau de severidade e na forma como a gestão deve reagir.

São potenciais causas externas: flutuações macroeconômicas com reflexos nas suas principais variáveis: juros, câmbio, renda disponível etc., alterações nas políticas econômicas, nível de atividade econômica, patamar de taxa de juros e custo de capital, burocracia, carga tributária, problemas soberanos ou de natureza política, terrorismo, mudanças regulatórias, entrada de concorrentes poderosos, mudanças sociais e na preferência do consumidor, evoluções tecnológicas, escassez ou aumento de custos de matérias-primas e de outros insumos de produção, práticas de *dumping*⁵⁴, informalidade da economia e concorrência desleal, falta de infra-estrutura logística, desastres naturais, greves, problemas sindicais etc.

O quadro a seguir faz um breve resumo de várias pesquisas científicas internacionais sobre as principais causas – internas e externas – que mais contribuíram para o declínio das empresas e sua consequente dificuldade financeira. Observa-se que, praticamente, todas as razões citadas já foram oportunamente apresentadas neste trabalho.

⁵⁴ Venda de produtos ou serviços a preços mais baixos que os custos, com a finalidade de eliminar concorrentes e conquistar fatias maiores de mercado.

Quadro 1 – Estudos sobre as causas do declínio

	Schendel <i>et al.</i> (1976)	Bibeault (1982)	Slatter (1984)	Thain & Goldthorpe (1989)	Grinyer <i>et al.</i> (1990)	Gopal (1991)	Gething (1997)
<i>Internos</i>							
Gerenciamento pobre	✓	✓	73%	✓	✓	✓	84%
Inadeq. contr. financeiros		✓	75%	✓	✓	✓	60%
Estrutura e custos altos	✓		35%	✓	✓		56%
Marketing pobre	✓		22%	✓	✓		20%
Grandes projetos	✓		17%	✓	✓		20%
Aquisições			15%				72%
Políticas financeiras			20%	✓		✓	84%
<i>Externos</i>							
Alterações na demanda	✓	✓	33%	✓	✓	✓	68%
Competição	✓	✓	40%	✓	✓	✓	44%
Preços de commodity	✓	✓	30%	✓		✓	20%
Políticas públicas	✓	✓				✓	
Greves	✓						
Má sorte		✓				✓	

Fonte: Adaptado de Slatter e Lovett (1999, p. 49)

Em uma pesquisa realizada com mais de 1000 empresas nos Estados Unidos, entre o período de 1994 e 2003, a Deloitte (2005b) também apresentou as causas mais comuns e constantes que levavam à destruição de valor nas empresas, associando-as, sempre, a fatores de risco que incidiram negativamente sobre as perspectivas dessas empresas na atração de investimentos. Foram identificados 29 fatores que passaram a ser classificados em quatro categorias:

- ❑ riscos estratégicos (8 fatores) – queda na demanda de mercado pelos produtos e serviços da empresa, falhas na reação ao movimento de concorrentes, problemas relacionados a fusões e aquisições, pressões por preço, competição excessiva etc.;
- ❑ riscos operacionais/organizacionais (8 fatores) – aumentos de custos, problemas na contabilidade causados por falhas de controles internos, dificuldades logísticas etc.;
- ❑ riscos financeiros (4 fatores) – endividamento elevado, reservas inadequadas, fraca administração financeira, perdas em negociações etc.;
- ❑ riscos externos (9 fatores) – crises no setor de atuação, conjuntura e política econômica, atos terroristas, vulnerabilidades legais, catástrofes naturais etc.

De acordo com a Deloitte (2005b), as empresas analisadas sofreram muito por consequência de erros de avaliação estratégica, uma vez que os riscos estratégicos foram responsáveis por

66% dos casos de destruição de valor. Este elevado percentual corrobora os resultados obtidos por Bortoli Neto (1980) em uma ampla pesquisa sobre a tipologia dos problemas enfrentados pelas micro e pequenas empresas no Brasil, que apontou os problemas de natureza estratégica como os mais presentes e relevantes.

Todas as causas apresentadas neste capítulo são apenas referenciais baseados em pesquisas empíricas e têm por objetivo auxiliar no diagnóstico empresarial. Este trabalho ressalva que algumas situações de colapso financeiro podem apresentar causas específicas que, porventura, não estejam aqui descritas.

Porém, os estudos de crises empresariais e suas causas pode contribuir para a reversão e para a prevenção de outras. Em suas pesquisas, Mittelstaedt (2005) demonstra que quase todas as crises apresentam padrões semelhantes de ações, de comportamentos e de inércia que precedem desastres maiores e que o conhecimento destes padrões típicos poderia permitir a uma organização suficientemente observadora, intervir rapidamente, minimizando perdas e danos. De acordo com o autor, estudos revelam que, apesar das características específicas de cada crise, os padrões de erros são semelhantes e podem se resumidos na seguinte seqüência:

- a) um problema inicial, que geralmente seria secundário se fosse isolado, não é corrigido;
- b) um problema subsequente se une ao efeito do problema inicial;
- c) uma correção ineficiente;
- d) descrença na severidade crescente da situação;
- e) geralmente, uma tentativa de esconder a verdade sobre o que está ocorrendo, enquanto se faz uma tentativa de remediar o problema;
- f) súbito reconhecimento de que a situação está fora de controle;
- g) finalmente, o cenário máximo de desastre; e, por fim, as recriminações.

Problemas como os acima mencionados poderão se refletir na erosão das margens de lucro da empresa, na queda de rentabilidade, na degradação da sua capacidade de geração de caixa ou mesmo na inabilidade desta empresa em manter seu *market share*, dependendo, inclusive, do estágio no ciclo de vida em que a empresa se encontra. Todavia, dificilmente um único fator – isoladamente – levará a empresa a enfrentar dificuldades financeiras e, eventualmente, à falência. No entanto, quando certo número deles começa a surgir, os gestores devem se preocupar e tomar as decisões necessárias imediatamente, para quebrar as relações de causa e efeito que agravarão os sintomas já aparentes e poderão criar novos problemas subsequentes.

4.5 A formulação do plano de recuperação

Concluído o diagnóstico da empresa, identificadas as raízes do problema e hierarquizadas as premências de acordo com a gravidade da crise, a próxima etapa consiste na avaliação das possíveis alternativas de reestruturação, *vis-à-vis*, necessidade de recursos financeiros – e conseqüente viabilidade de obtenção destes – para cada uma destas alternativas de valor, de forma que possa ser concebida a estratégia de implementação do processo de recuperação e a sua formalização em um plano⁵⁵, o qual deverá ser negociado com os *stakeholders* e poderá ser submetido à análise crítica por parte da Assembléia Geral de Credores (AGC)⁵⁶.

Os detalhamentos da análise de viabilidade, da escolha da melhor alternativa, assim como de cada uma das etapas do processo de recuperação da empresa estão apresentados nos capítulos seguintes da tese. Este tópico objetiva apresentar a estrutura básica do plano de recuperação.

Slatter e Lovett (1999) ressaltam que o plano de recuperação é uma das etapas mais críticas e necessárias do *turnaround* e que o tempo investido nesta fase certamente será compensado ao longo do processo, em especial, na execução da reestruturação. Segundo os autores, um plano bem concebido deve identificar claramente os problemas a serem enfrentados, detalhando a estratégia de ação e os resultados esperados. Para Altman (1983), o plano é a essência da reorganização da empresa e deve compreender a sua reabilitação financeira e operacional.

De acordo com Slatter e Lovett (1999), o plano de recuperação traz foco ao *turnaround*, forçando a empresa a reavaliar sua estrutura, sua estratégia, suas metas e como atingi-las. O plano ainda deve definir cada uma das suas etapas e os indicadores de performance utilizados nas mesmas. Para os autores, um plano de recuperação não difere muito de um plano de negócios convencional, devendo conter, no mínimo, os seguintes tópicos: um sumário executivo, uma breve apresentação da organização e sua história, uma análise do ambiente competitivo e do setor de atuação, uma apresentação detalhada das estratégias a serem adotadas, as respectivas projeções financeiras, o processo de implementação do plano e os

⁵⁵ O artigo 53 da Lei nº 11.101/05 determina que o plano de recuperação seja apresentado em um prazo máximo e improrrogável de 60 dias da publicação do deferimento da recuperação judicial e que contenha as seguintes informações mínimas: discriminação detalhada dos meios de recuperação a serem empregados, demonstração de sua viabilidade econômica e de um laudo econômico-financeiro e de avaliação dos ativos da empresa devedora que tenha sido elaborado por um profissional legalmente habilitado para tanto.

⁵⁶ Em caso de recuperação judicial da empresa.

riscos potenciais. O plano deve ser consistente e não deixar dúvidas sobre sua fundamentação, uma vez que isto é uma das pré-condições para sua aprovação e para uma eventual atração de novos recursos financeiros, viabilizando a manutenção da atividade operacional da empresa.

É importante frisar que o plano precisa buscar uma solução consistente e definitiva e não apenas ganhar tempo ou obter mais crédito. Não se trata de apresentar argumentos visando a reescalonar os vencimentos dos passivos, mas demonstrar estratégias, ações e resultados projetados com a melhora de desempenho, por meio de medidas realistas e atingíveis.

Na elaboração do plano, é fundamental compreender o ambiente em que a empresa opera, sua cadeia de valor, seu setor de atuação, seus concorrentes, suas relações com os diversos *stakeholders* e objetivos individuais de cada um, além de ter um profundo conhecimento da própria empresa, sua estratégia, suas operações, seus diferenciais, suas vulnerabilidades e, principalmente, as conclusões do diagnóstico efetuado, de forma a verificar se a raiz do problema pode ser sanada, quais os custos para tanto, quais as demais alternativas disponíveis e se a administração da empresa tem competência para conduzir este *turnaround*.

A severidade da crise medirá a extensão da ameaça à sobrevivência da empresa, bem como as prioridades descritas no plano de recuperação. Contudo, apesar de suas medidas emergenciais, o plano deve atuar em um nível mais estratégico, avaliando os fatores críticos que levaram ao fracasso da empresa, criando vantagens competitivas, sempre com o objetivo de fazê-la voltar a gerar fluxo de caixa, que lhe permita honrar as dívidas e remunerar o capital investido.

O aspecto financeiro formal também é importante para sua aprovação. Conforme a legislação em vigor, o plano de recuperação deve incluir em suas projeções de fluxo de caixa o pagamento obrigatório dos créditos trabalhistas em até um ano após sua aprovação e o pagamento dos custos de reestruturação, como: advogados, consultores, administrador judicial, custas processuais, rescisão de contratos, rescisões trabalhistas etc.

Queiroz (2006) atenta para três desafios cruciais que devem ser observados:

- a) análise e definição do tipo de estrutura de recuperação mais adequada ao equacionamento do problema;

- b) identificação das barreiras a serem superadas para permitir a obtenção da máxima criação de valor e ter uma equipe devidamente dotada de experiência em *turnarounds* e de capacidade de execução;
- c) definição de um plano de comunicação eficaz, envolvendo todos os *stakeholders*.

Recomenda-se que o plano preveja também a entrada e a saída da empresa do processo de recuperação, sendo, na medida do possível, flexível para eventualidades de percurso, como, por exemplo, a ocorrência de fatores externos, já descrita no tópico anterior.

Astrauskas (2003) sugere a participação dos antigos gestores na concepção do plano, pois isto poderia aumentar as chances de recuperação, uma vez que estes são os maiores detentores de conhecimentos sobre a empresa, seus clientes, seus produtos e serviços, seu mercado de atuação e os concorrentes, devendo ser, ainda, as pessoas que reúnam mais conhecimentos sobre os passos necessários para tornar a empresa viável novamente.

Por outro lado, o próprio Astrauskas (2003) também orienta que se busque um maior equilíbrio entre os *stakeholders* na formulação do plano de recuperação e na supervisão de sua implementação, uma vez que tal atitude diminui a assimetria de informações, estabelecendo um incentivo adicional aos credores para confiar no plano e permitir que o devedor continue à frente das operações do dia-a-dia da empresa.

Como a recuperação também é um processo de negociação e o plano deverá ser submetido à análise dos *stakeholders*, deve-se procurar contemplar os interesses das diversas partes, possivelmente aceitando que sejam estabelecidas cláusulas de compromissos, por meio de indicadores quantificáveis e pré-determinados, chamados de *covenants*.

Nesta fase, é importante que seja restabelecido um bom canal de comunicação e negociação com todos os agentes econômicos interessados, em especial com:

- fornecedores – para que não haja interrupção de fornecimento à empresa;
- financiadores – para tentar viabilizar novos aportes de capital e a renegociação das dívidas vencidas e a vencer;
- clientes – para tranquilizá-los sobre a regularidade das operações da empresa e conseguir manter suas vendas e a geração de fluxo de caixa operacional da empresa; e

- empregados e seus sindicatos – pois estes são elementos essenciais para a recuperação da empresa, além de procurar evitar a evasão de talentos.

Estes canais devem ser abertos logo após a concessão do pedido de recuperação judicial e, ao contrário do sigilo mantido antes do pedido, recomenda-se que haja transparência entre todos os envolvidos, atenuando os conflitos de interesses apresentados no próximo capítulo.

5 CONFLITOS DE INTERESSES E O TESTE DE FALÊNCIA

5.1 Conflitos de interesses

A teoria de finanças, por intermédio de seus consagrados autores como Van Horne (1995), Copeland *et al.* (2002), Rappaport (2001), Jensen (2001), Weston e Brigham (2000), Ross *et al.* (1995), Brealey *et al.* (2003) e Damodaran (2004), afirma que a meta fundamental dos administradores é maximizar o valor da empresa para os seus acionistas.

No entanto, Jensen (2001) lembra que outra função-objetivo para a corporação tem sido abordada por outros autores, a chamada teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*⁵⁷, defendendo a concepção de que as decisões dos administradores devem ser tomadas para equilibrar e satisfazer os interesses de todos os públicos envolvidos com a empresa.

Silveira (2004) detalha que a escolha da função-objetivo da empresa depende da consideração de três dimensões principais:

- a) dimensão sociedade – qual função gera maior bem-estar para a sociedade?
- b) dimensão empresa – qual função torna a empresa mais eficiente?
- c) dimensão profissional – qual função especifica melhor como os executivos devam tomar decisões e ser avaliados?

Jensen (2001) demonstra que as três dimensões são satisfeitas e melhor atendidas pela teoria de maximização da riqueza dos acionistas. O autor ainda critica a teoria de equilíbrio dos interesses entre os *stakeholders*, afirmando que ela pode criar ineficiências em função dos vários *trade-offs*⁵⁸ entre os *stakeholders*, além de não explicar como os potenciais conflitos entre *stakeholders* e *shareholders*⁵⁹ seriam resolvidos. Jensen (2001) prevê ainda que múltiplos objetivos sejam impossíveis de ser implementados com sucesso pela organização.

⁵⁷ Um maior aprofundamento pode ser obtido em Donaldson e Preston (1995).

⁵⁸ *Trade-off* é uma expressão utilizada quando há uma situação de escolha conflitiva, ou seja, a escolha de uma opção acarreta o sacrifício de outra.

⁵⁹ Tradução: acionistas.

Contudo, situações de dificuldades financeiras, ou até mesmo pré-falimentares, podem levar a respostas diferentes para cada uma das questões colocadas nas três dimensões expostas acima, o que estimula uma re-análise do tema frente aos novos elementos trazidos pela possibilidade de insolvência.

De acordo com Brown (1989), Wruck (1990) e Ross *et al.* (1995), quando uma empresa está enfrentando dificuldades financeiras, há um inerente conflito de interesses entre acionistas e credores, que se acentua quando estes grupos possuem informação incompleta a respeito das circunstâncias destas dificuldades⁶⁰.

Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) já reconheciam as assimetrias de informações entre as várias categorias de *stakeholders* em condições de solvência. Todavia, Brown (1989) e Wruck (1990) afirmam que, em casos de crise financeira ou de inadimplência, esta assimetria se acentua ainda mais, pois, devido à falta de informações precisas, os credores e os demais *stakeholders* podem chegar a conclusões equivocadas sobre as causas destas dificuldades e sua extensão, formando, assim, uma concepção errada sobre a empresa.

A pesquisa realizada pela Deloitte (2006) com *stakeholders* que já participaram de processos de recuperação constatou que o maior problema apontado pelos mesmos foi justamente a restrição de acesso às informações das empresas devedoras.

Possivelmente, a maior dificuldade dos *claimholders*⁶¹ de uma empresa em crise está em determinar se a mesma se encontra insolvente em fluxo ou em estoque, uma vez que aos administradores e aos seus acionistas interessa mostrar aos credores que ela está passando por uma situação de insolvência baseada em fluxos, ou seja, está momentaneamente inadimplente, mas possui condições de se recuperar e gerar fluxos de caixa positivos no futuro. Os credores, por outro lado, temem que a situação seja mais grave.

A preocupação dos *stakeholders* se justifica. Slatter e Lovett (1999) informam ter observado que em situações de crise, com frequência, há uma diferença significativa entre o que está realmente ocorrendo na empresa e o que é reportado por sua administração. A ilustração

⁶⁰ Maiores informações podem ser obtidas em Wruck (1990), Ross *et al.* (1995), Daily e Dalton (1994), Platt (1998), Whitney (1999), Slatter *et al.* (2006).

⁶¹ Tradução: reivindicadores.

abaixo reflete as observações dos pesquisadores. Fica evidente como este *gap*⁶² se acentua à medida que a situação da empresa se deteriora.

Figura 14 – A diferença entre a situação real da empresa e a situação reportada
 Fonte: Adaptado de Slatter e Lovett (1999, p. 65)

Na falta de informações adequadas, os *stakeholders* tendem a pensar que a empresa está passando por uma situação de insolvência baseada em estoque, o que amplia os conflitos de agência, ou seja, a possibilidade dos administradores colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa.

De acordo com Brealey *et al.* (2003), esses conflitos de interesses também prejudicam a operação do negócio e acentuam os custos das dificuldades financeiras. Segundo os autores, os acionistas podem ser tentados a abandonar o objetivo de maximizar o valor da empresa e, em vez disto, perseguir interesses próprios, visto que, em caso de insolvência baseada em estoques, se os ativos da empresa fossem liquidados, os credores receberiam parte de seus direitos e os acionistas ficariam praticamente sem nada, fato que estimularia a adoção de estratégias egoístas⁶³ como:

- a) fazer investimentos de alto risco, pois, caso estes não dêem certo, os acionistas não têm mais nada a perder, mas os credores sim; por outro lado, se der certo, a empresa se valorizará, poderá pagar os credores e os acionistas recuperarão alguma parcela de valor de seu investimento; ou

⁶² Tradução: diferença, lacuna, espaço, vazio, brecha.

⁶³ Maiores informações podem ser obtidas em Jensen e Meckling (1976) e Ross *et al.* (1995).

- b) abandonar oportunidades de investimentos em novos projetos relativamente seguros e criadores de valor, mas que requeiram aportes de capital; embora tais projetos possam ter Valor Presente Líquido - VPL positivo, talvez este não seja suficiente para tirar a empresa da crise; assim, os lucros do projeto seriam usados para pagar a dívida da empresa e os acionistas não receberiam qualquer retorno sobre o valor adicional que investiram; portanto, embora seja do interesse da empresa ir em frente com o projeto, isto não está nos interesses dos acionistas e o projeto deverá ser desconsiderado.

Ross *et al.* (1995) apontam ainda uma terceira alternativa de estratégia egoísta – esvaziar a propriedade –, ou seja, pagar dividendos extraordinários ou fazer outros tipos de pagamentos aos acionistas, deixando menos ativos na empresa para os credores.

Deve-se ressaltar que a tentação de seguir estas estratégias egoístas é mais forte, quanto mais alavancada for a empresa e quanto maior a sua probabilidade de falência, ou seja, se a possibilidade de falência for alta, acionistas e administradores deverão aceitar projetos excessivamente arriscados e, ao mesmo tempo, se recusar a contribuir com mais capital, mesmo que a empresa tenha oportunidades de investimento interessantes, visto que irão preferir tirar dinheiro da empresa, em vez de colocar dinheiro novo.

Estes exemplos ilustram potenciais conflitos de interesses entre acionistas e *stakeholders*, quando a empresa enfrenta graves dificuldades financeiras e justificam a maior demanda, em especial por parte dos credores financeiros, de informações minuciosas e mais clareza sobre os planos que a empresa devedora pretende adotar.

Para Toro (2006), em situações de insolvência, o interesse econômico dos sócios deve ficar subordinado à recuperação, pois somente após regularizar suas pendências junto a terceiros é que a empresa pode voltar a pensar em remunerar seus sócios. Mesmo assim, estes continuam com a autoridade para tomar as decisões de negócios. Em muitos casos, essa combinação de autoridade de um lado e interesse econômico difuso pode ser danosa, por incitar empresários mais desesperados ou menos éticos a práticas incorretas. Verifica-se, mais uma vez, porque as dificuldades financeiras acirram os conflitos de interesse e, por conseguinte, os custos de agência, afetando os custos de falência, conforme descrito no capítulo dois desta tese.

O diagrama a seguir ilustra alguns potenciais conflitos de interesses.

Figura 15 – Conflitos de interesses na empresa

Fonte: Adaptado de Queiroz (2004, p. 108)

De forma complementar, os principais *stakeholders* envolvidos em potenciais situações de conflitos de interesses decorrentes de empresas em crise financeira são:

- empresa devedora – é a parte mais bem informada, responsável pelo problema e por apresentar a solução. Em casos de maior proporção, está vulnerável e tende a sofrer com a exposição negativa pela mídia. Seu desafio é superar o clima de desconfiança, recuperando a credibilidade e a resgatando a crença na sua viabilidade econômica;
- administradores – tendem a ser responsabilizados pelo ocorrido, principalmente se houver indícios de fraude ou má-gestão. Habitualmente, se desligam da empresa antes que o pior aconteça ou, se permanecem, prorrogam ao máximo a sobrevivência da mesma, em sucessivas tentativas de reestruturação;
- acionistas e sócios controladores – são muito bem informados e conhecem o potencial da empresa em dificuldades, mas podem ter dificuldades em aceitar os interesses dos credores e emperrar as negociações. Geralmente, estão na tentativa de recuperar o valor de seu investimento ou, pelo menos, proteger o eventual patrimônio remanescente; por isso, podem resistir à idéia de aportar mais recursos na empresa;
- acionistas minoritários – normalmente, são um dos grandes perdedores. Têm pouca ou nenhuma interferência, pois seu interesse econômico é subordinado à solução;
- concorrentes – atentos às fraquezas demonstradas pelo devedor, procuram informações para ganhar *market share*, recrutar bons profissionais, negociar novas parcerias ou, até

mesmo, buscar a oportunidade de uma aquisição barata. Quase sempre se beneficiam com a permanência da situação de agonia do devedor;

- f) funcionários – reconhecidos pela nova lei como membros do comitê de credores, são essenciais para uma eventual recuperação da empresa, além de sofrerem diretamente com a insegurança trazida pela crise financeira, em especial, com o risco de perda do emprego ou atrasos nos salários. Podem resistir às mudanças em função da incerteza do período de transição. Normalmente, os sindicatos têm um papel relevante e podem se opor a reduções salariais e venda de ativos que impliquem em demissões;
- g) fornecedores – aqueles detentores de créditos com valor mais elevado tendem a participar ativamente de todo o processo de recuperação, seja pelo interesse em recuperar o capital seja para manter o cliente. Os credores menores, com frequência, apenas acompanham passivamente os acontecimentos. Os fornecedores são fundamentais para a continuidade do abastecimento e para a manutenção das atividades operacionais da devedora. Sua força cresce na proporção de seu peso dentro da cadeia de valor da empresa devedora e de acordo com o número de fornecedores substitutos que existem no mercado;
- h) clientes – possuem atitude passiva e ficam receosos em comprar da empresa devedora por temer quebras de contratos ou que os serviços de manutenção e garantia possam ser interrompidos;
- i) credores financeiros sem garantia real – tendem a ser pragmáticos, ou seja, a questão central é como receber o crédito atual; por isso, deverão defender a alternativa que lhes trouxer a possibilidade de resgatar a maior parcela de seu capital, mesmo que isto inclua a troca de controle da empresa, a venda de ativos ou a liquidação da empresa. Como suas garantias são frágeis, mantêm um comportamento semelhante ao dos fornecedores;
- j) credores com garantia real – estão entre os mais beneficiados com a nova lei. Fazem uso de sua condição de credor privilegiado e podem forçar a execução antecipada das garantias, com o objetivo de preservar o valor dos ativos oferecidos em garantia e de seu crédito. Muitas vezes exigem amortizações parciais e/ou reforços de garantia;
- k) novos investidores – podem ser fundamentais para a recuperação da empresa, injetando novos recursos no momento de adversidade, preservando a sobrevivência da empresa. Foram beneficiados com a nova lei, que lhes conferiu tratamento diferenciado⁶⁴. Aceitam o risco e apostam na recuperação da empresa;

⁶⁴ Pois seus direitos serão considerados extra-concursais e terão privilégio especial de pagamento em caso de falência da empresa devedora.

- l) governo – possui uma atitude absolutamente passiva.

Como observado, os conflitos de interesses são múltiplos e se exacerbam com a crise financeira, uma vez que as partes deixam de satisfazer aos interesses e às necessidades umas das outras. Para King (1991), quando esta percepção de risco cresce muito, os princípios básicos que sustentavam estes relacionamentos começam a ruir.

Para atenuar tais conflitos, a comunicação entre credores e a empresa deve ser transparente e aberta, já que a falta de diálogo acirra desconfiças, medos e boatos que podem disparar medidas reativas e aumentar as resistências. Já um estreitamento nas relações de confiança e a disponibilização de informações mais precisas aos *stakeholders* podem afastar conceitos mal formados, proporcionando um entendimento mais claro sobre a situação da empresa devedora e a gravidade da sua crise, permitindo uma análise mais adequada de sua viabilidade, o que contribui para o apoio dos *stakeholders* na aprovação do plano, provendo segurança jurídica à devedora e aos credores que privilegiam a reorganização.

Neste sentido, Black *et al.* (1998) recomendam que os administradores sejam pró-ativos na comunicação com estes diversos grupos de interesse, tentando prevenir que os mesmos adotem medidas⁶⁵ que possam prejudicar a recuperação da empresa ou tentem limitar ação de sua gestão, caso não estejam satisfeitos com os passos propostos para o *turnaround*.

Queiroz (2004) também adverte que o sucesso de uma recuperação depende do desejo e do comprometimento de seus *stakeholders*, em especial dos bancos, uma vez que o *turnaround* poderá depender de novos recursos para sua viabilização. Costa (2004) ressalta que estas relações de crédito são sempre beneficiadas quando há redução das assimetrias de informação, permitindo uma precificação mais acurada e até a eventual expansão dos volumes ofertados.

Esses conflitos de interesses também podem ter uma vertente positiva e contribuir para que a crise não se agrave. Bibeault (1999) chama a atenção para uma questão central: por que diante da crise algumas empresas respondem com sucesso e outras toleram a baixo desempenho até o limite da insolvência técnica? Para o autor, a resposta, mais uma vez, está na governança da

⁶⁵ De acordo com Wruck (1990), os credores dispõem de diferentes formas legais para se protegerem contra expropriações de seu capital, como ativos dados em garantia, pedidos de falência, direitos de voto em processos de recuperação etc.

empresa que, muitas vezes, não assume os próprios erros e não reconhece a existência dos problemas, levando a empresa à falência. Assim, Bibeault (1999) ressalta que a forte pressão dos *stakeholders* pode frear o processo de degradação e, eventualmente, salvar a empresa.

Morse e Shaw (1988) apontam quatro grupos de *stakeholders* que podem decidir o destino da empresa em dificuldades; são eles: acionistas, administradores, credores sem garantia real ou quirografários e credores com garantia real. Para os autores, os três primeiros tendem a preferir a reorganização da empresa à liquidação, enquanto os credores protegidos com garantias de ativos reais, por outro lado, devem preferir a liquidação, pois temem ter suas garantias depreciadas. Diante do exposto, observa-se que as negociações tendem a ser tensas e complexas, onde um correto mapeamento de todas as partes envolvidas, de seus interesses e suas posições certamente contribuiu com a busca pelo entendimento.

Portanto, gerenciar o relacionamento com os diversos *stakeholders* é muito relevante para a recuperação de empresas em dificuldades financeiras, principalmente em um mercado competitivo, pois, se os *stakeholders* entenderem que a crise financeira da empresa decorre da queda de seu desempenho econômico em função de um crescimento da concorrência e que suas chances de resgate são pequenas, a possibilidade de apoio ao plano diminui, uma vez que a crise é considerada de difícil solução e a falência poderá ser requerida para preservar valor.

Por princípio, não é vontade dos credores deixarem o juiz decretar a falência da empresa, mas Black *et al.* (1998) advertem: se os interesses destas partes não forem respeitados⁶⁶, alguns *stakeholders*, frustrados pelo fraco desempenho da organização, podem não ter mais intenção de preservá-la, optando por realocar recursos em outras oportunidades mais atrativas.

Por outro lado, se os credores estiverem confiantes de que a empresa é economicamente viável e que as causas das dificuldades foram identificadas e poderão ser sanadas pelo plano de recuperação proposto, a possibilidade da empresa receber apoio, durante este processo, é maior. Astrauskas (2003) lembra também que, se os *stakeholders* forem convencidos de que as causas para o fracasso da empresa foram externas e com pouca probabilidade de ocorrer novamente, provavelmente também apoiarão a reestruturação.

⁶⁶ Os *stakeholders* querem a recuperação e melhoria no desempenho da empresa, mas também desejam garantias adicionais, que o processo de reestruturação seja rápido, que os acionistas controladores demonstrem sua contrapartida e aportem capital na empresa, que os riscos sejam compartilhados etc., para, em troca, apoiar o plano e conceder prazos mais elásticos, carências, condições mais flexíveis, não interromper fornecimento etc.

Como apresentado no capítulo três desta tese, a Lei 11.101/05 se preocupou em reduzir as assimetrias de informação entre a empresa e seus *stakeholders*, visando a diluir os conflitos de interesses. O envolvimento dos credores nas decisões de recuperação por meio da Assembléia Geral de Credores, com poderes para rejeitar o plano de recuperação proposto pela devedora, e no monitoramento do processo de recuperação pelo Comitê de Credores são medidas salutaras para aprimorar a qualidade das informações e propiciar decisões mais consistentes.

Cabe, ainda, ao Comitê de Credores fiscalizar o administrador judicial e a recuperação da empresa⁶⁷, dificultando a adoção de estratégias egoístas e coibindo comportamentos oportunistas. Desta forma, uma melhor interação entre credores e a organização devedora também pode auxiliar para que o *turnaround* seja menos traumático e mais eficaz.

Outro fator que acirra os conflitos de interesses é a possibilidade de fraude. Altman (1993) aponta a condução fraudulenta como um dos importantes fatores que têm contribuído para a insolvência. Queiroz (2006) afirma que, no Brasil, se encontram inúmeros casos de empresas em crise ou que faliram em decorrência de atos ilícitos praticados por seus administradores, principalmente envolvendo desvio de recursos financeiros.

Queiroz (2006) estudou grandes fraudes que ocorreram no Brasil e observou que o empresário não atuou sozinho. Geralmente, estas práticas tinham o envolvimento ou, no mínimo, a conivência de outros agentes, como instituições financeiras, auditores, advogados etc. Para o autor, a impunidade no Brasil é um problema grave, que conspira sobremaneira contra o sucesso de recuperação de empresas, em especial, em função da pouca eficácia dos poderes públicos brasileiros na aplicação do rigor da lei para a punição dos crimes de responsabilidade. A nova Lei de Recuperação de Empresas e Falência parece estar sensível a esta questão e aborda possibilidades de fraudes e suas penas em seus artigos 168 a 178.

Diante do exposto, o foco do *turnaround* deve estar na negociação e não na procrastinação com a adoção de medidas paliativas que não resolvem o problema principal. A empresa precisa reconquistar sua credibilidade, normalizar suas operações, adotar condutas austeras⁶⁸ e evitar o que Ghosn (2007) chamou de “cultura de acusação e desculpa”.

⁶⁷ Por meio da fiscalização da execução do plano de recuperação aprovado pela Assembléia Geral de Credores.

⁶⁸ A redução de pró-labores, *fringe benefits* e das retiradas por parte dos administradores e controladores sinaliza favoravelmente aos *stakeholders* o comprometimento da gestão com a recuperação da empresa.

Se a equipe de gestão, que permitiu que a empresa entrasse em crise não contar mais com o apoio dos credores e dos demais *stakeholders*, deve-se substituí-la ou buscar ajuda externa, seja por meio de empresas de consultoria seja, até mesmo, por intermédio de uma eventual gestão interina, que trará mais credibilidade ao processo, minimizando impasses e conflitos.

Portanto, é importante reconhecer que, em situações de crise, os vários *stakeholders* têm incentivos diferentes e se encontram numa posição de assimetria de informação entre eles e a gestão da empresa, o que traz fortes conseqüências sobre a forma como eles possam encarar este processo. Todas as partes envolvidas precisam ter a consciência de que qualquer recuperação é um processo minimizador de perdas e, quando a intransigência prevalece, cria-se uma verdadeira batalha jurídica, com um número infindável de recursos e medidas protelatórias. Como resultado, o tempo passa e a situação da empresa devedora fica cada vez mais crítica, contribuindo para o agravamento da crise e a destruição de valor para todos.

5.2 Teste de falência

Entende-se por teste de falência o processo de análise, valoração e negociação das diversas alternativas para o destino dos ativos da empresa, que vão desde a aprovação pelos credores de um plano de recuperação, permitindo uma sobrevida à empresa e a continuidade de suas operações, até a rejeição do plano e o não deferimento da recuperação judicial, com a conseqüente decretação da falência e liquidação de seus ativos.

Com o advento da nova lei, a escolha desta alternativa não cabe mais ao judiciário ou aos acionistas, mas aos credores, que passam a ter uma participação intensa e um papel decisivo⁶⁹. Deste modo, é fundamental compreender e analisar cada um dos potenciais conflitos de interesses descritos anteriormente, pois eles são de grande relevância na delicada e complexa decisão de continuidade ou não do processo de recuperação da empresa.

⁶⁹ A Lei nº 11.101/05, em seu artigo 56 - §4, determina expressamente que, se o plano de recuperação foi rejeitado pelos credores na AGC, o juiz deverá decretar a falência da empresa devedora.

Diante de todo o contexto exposto, é plausível presumir que a empresa devedora procurará demonstrar as melhores perspectivas futuras e a viabilidade de um esforço de recuperação⁷⁰. Como todos os *stakeholders* envolvidos nesta situação procurarão maximizar seus interesses, principalmente os credores que sejam detentores de privilégios especiais⁷¹, cabe à gestão elaborar um plano de recuperação que equilibre os vários interesses, comprove a viabilidade do negócio e sensibilize os credores de que a reestruturação é o melhor caminho a seguir.

Para tanto, os administradores devem fornecer aos *stakeholders* informações suficientemente claras, comprovando que os problemas centrais foram identificados, apontando ainda como os mesmos serão revertidos e quais são os resultados esperados. Em função dos custos do *turnaround*, também é fundamental obter a concordância dos credores em reescalonar o passivo exigível, readequando os vencimentos das obrigações contratuais à capacidade de geração de caixa da empresa. Por sua vez, cabe aos *stakeholders* avaliar a qualidade do plano apresentado, o grau de confiabilidade dos administradores para implementar a reestruturação e fiscalizar sua execução.

Se a empresa não conseguir demonstrar a viabilidade de um esforço de reestruturação, pode ser preferível decretar a sua falência de imediato, evitando o prolongamento do processo judicial, estancando a sangria financeira e minimizando perdas.

Para que esta decisão seja consistente, o diagnóstico deve trazer os subsídios mínimos que permitam mensurar cada uma das alternativas de valor e as perspectivas das ações corretivas propostas pelo plano, tanto no aspecto econômico, como na sua capacidade de gerar caixa para honrar compromissos financeiros.

Dentre as alternativas de valor disponíveis para uma empresa em dificuldades financeiras, pode-se destacar:

- *turnaround* – iniciar um esforço de recuperação, onde o fator tempo é fundamental e podem ser necessários novos aportes financeiros. Este processo visa a resgatar o pleno

⁷⁰ Para Grinblatt e Titman (2005), deve-se considerar que os acionistas e os administradores podem relutar em liquidar e ter interesse em postergar a falência ao máximo, mantendo a empresa em operação, mesmo que seu valor econômico seja negativo, uma vez que, com o fechamento da empresa e a liquidação dos seus ativos, provavelmente, os administradores percam o emprego e os acionistas nada recebam.

⁷¹ Os credores com garantia real ou privilégios especiais tendem a ter uma postura mais cética e conservadora.

potencial do negócio na exploração de suas competências essenciais, podendo envolver revisões estratégicas, organizacionais, financeiras, comerciais etc.;

- ❑ *break-up* – como previsto na própria lei⁷², a venda de ativos ou de unidades produtivas isoladas, destinando os recursos gerados para a recapitalização da empresa devedora e a reorganização das atividades remanescentes;
- ❑ *short term performance enhancement* – alternativa que dá ênfase na performance de curto prazo, racionalizando a estrutura da empresa, incrementando lucros e valor. Sem novos aportes de capital, esta alternativa prepara a empresa para uma possível venda e demonstra que um processo de reestruturação mais amplo é viável;
- ❑ *sell* – alternativa que busca potenciais compradores para a empresa como um todo. Normalmente, adotada quando os *stakeholders* acreditam no potencial do negócio, mas perderam a confiança na atual gestão;
- ❑ *closure* – encerramento ordenado da atividade empresarial, objetivando maximizar a arrecadação na venda dos ativos, principalmente dos intangíveis. Trata-se de uma alternativa apropriada para empresas com ativos de valor, ou seja, quando o valor de realização dos ativos líquidos é superior ao seu valor econômico;
- ❑ *liquidation* – encerramento imediato de todas as atividades da devedora e liquidação forçada de seus ativos.

As alternativas acima estão relacionadas em ordem decrescente de risco e retorno esperado⁷³. É importante ressaltar que elas não são mutuamente exclusivas e que o plano de recuperação aprovado pode conter soluções mistas e ordenadas em função do tempo.

Black *et al.* (1998) reafirmam que a decisão de recuperar a empresa é inevitavelmente a opção de maior risco e somente apropriada em circunstâncias onde a mesma detenha ou seja capaz de alcançar uma forte posição estratégica. Para resumir, os autores orientam uma sequência lógica e ordenada para conclusão da análise das diversas alternativas de valor, conforme a ilustração a seguir:

⁷² Ver artigo 60 da Lei nº 11.101/05.

⁷³ O retorno esperado deve ser mensurado pelo potencial de criação de valor econômico da cada opção.

Figura 16 – Trilha do diagnóstico para regeneração do valor
 Fonte: Adaptado de Black *et al.* (1998, p.134)

McTaggart (1990) recomenda que se examinem os fundamentos do negócio, pois são estes que determinam a rentabilidade e o valor econômico da empresa, os quais, por sua vez, são afetados pelas forças econômicas que impactam na oferta e na demanda de seus produtos, pela posição competitiva da empresa e pela eficácia de sua estratégia.

De acordo com o autor, a interação entre as mudanças nas forças econômicas e as estratégias competitivas pode produzir uma ampla variação na rentabilidade da empresa e de suas concorrentes. Desta forma, para se avaliar as estratégias de resgate é importante compreender como estas forças e as posições competitivas determinam a rentabilidade do negócio.

Ainda segundo McTaggart (1990), em mercados de concorrência perfeita, sem barreiras de entradas e saídas, sem diferenciação de produtos ou vantagens competitivas de custos, a força da concorrência dificilmente permitirá que o negócio tenha um retorno superior ao seu custo de capital, uma vez que, um *spread* positivo entre ROI^{74} e $WACC^{75}$ no longo prazo requer que a empresa detenha e sustente vantagens competitivas.

⁷⁴ ROI – *Return on investment* ou retorno sobre investimento.

⁷⁵ WACC – *Weighed average cost of capital* ou custo médio ponderado de capital.

De forma complementar, Bibeault (1999) recomenda que sejam verificados três fatores-chave para analisar a viabilidade de qualquer esforço de recuperação:

- a) a disposição da alta gestão em enfrentar as consequências desta situação e tomar medidas corretivas mais drásticas;
- b) a viabilidade de alguma operação, produto ou unidade de negócios na empresa, que possa ter suas vendas estimuladas, com margens de lucro satisfatórias, que gere fluxo de caixa e permita sustentar financeiramente a empresa durante o *turnaround*;
- c) a disposição dos credores da empresa em prover um “financiamento ponte” durante o processo de recuperação.

Assim, outra variável decisiva a ser considerada no teste de falência é necessidade de novos recursos financeiros para cada uma das alternativas, estimando qual a demanda de capital adicional para que as medidas em estudo possam ser efetivamente implementadas. Portanto, não basta apenas que a empresa se demonstre economicamente viável; o *turnaround* também precisa ser viabilizado financeiramente e isto pode requerer que existam fontes de financiamento acessíveis ou agentes interessados em prover estes recursos.

Algumas possíveis fontes de recursos para viabilizar a recuperação da empresa são⁷⁶:

- ❑ aportes de capital pelos atuais sócios;
- ❑ busca de novos investidores ou acionistas;
- ❑ novos empréstimos ou financiamentos externos;
- ❑ refinanciamento das dívidas atuais, com incremento de capital por parte do credor em troca de um reforço de garantia pelo devedor;
- ❑ desinvestimento e venda de ativos ou unidades produtivas isoladas;
- ❑ operações de *sale and leaseback*⁷⁷;
- ❑ adoção de estratégias internas de geração de caixa no curto prazo, estimulando vendas à vista e de produtos com maiores margens e negociando prazos mais dilatados para pagamento de seus fornecedores;
- ❑ eventuais saldos anteriores de caixa já provisionados para o processo de recuperação;
- ❑ o próprio fluxo de caixa livre gerado pela operação.

⁷⁶ Maiores informações podem ser obtidas em Platt (1998), Whitney (1999), Davis e Sihler (2002).

⁷⁷ Este instrumento de recapitalização consiste em uma operação de venda de um ativo representativo conjugada com um arrendamento imediato do mesmo bem, que permanece em uso pela empresa.

Para se promover o *turnaround*, deve-se também avaliar a necessidade e a disponibilidade de outros recursos e competências, como a habilidade dos gestores em liderar este processo, a atual estrutura da empresa, seus sistemas de informação gerencial e os seus recursos humanos.

Queiroz (2006) relaciona outros fatores que merecem ser considerados nesta decisão:

- ❑ gravidade da crise – liquidez, natureza dos problemas, existência de fraude, exigüidade de tempo etc;
- ❑ obrigações fiduciárias para todas as partes envolvidas – nível e perfil do endividamento, liquidez e potenciais problemas legais;
- ❑ natureza ou tipos de passivos; e
- ❑ possibilidade de que a resolução de litígios e contingências pendentes possa afetar a viabilidade da empresa em dificuldades.

A figura abaixo é auto-explicativa e resume como vários dos fatores apresentados podem contribuir para a seleção da alternativa de valor a ser adotada e a conseqüente decisão de recuperação ou liquidação da empresa em crise.

Figura 17 – Fatores que contribuem para a viabilidade de uma recuperação

Fonte: Adaptado de Slatter e Lovett (1999, p.114)

No teste de falência, King (1991) recomenda uma especial atenção à taxonomia dos ativos que poderiam ser realizados. Segundo o autor, em circunstâncias de crise financeira, incorre-se em menor risco quando a organização é intensiva em capital e em ativos tangíveis, pois, quando ela é intensiva em ativos intangíveis ou de conhecimento, estes, talvez, não possam ser negociados isoladamente ou percam valor rapidamente. Assim, a liquidez dos ativos, os seus custos de transação e o seu grau de especificidade também são variáveis relevantes.

Como a lógica da nova lei é preservar ativos que valem mais operando em sinergia do que isoladamente, a empresa não deverá ser liquidada se o valor econômico da sua estrutura de ativos⁷⁸ for maior do que o valor de realização ordenada dos mesmos, pois, neste caso, o fluxo de caixa gerado pela empresa em operação deverá ser maior do que aquele gerado pela alocação individual dos ativos em usos alternativos. Esta é a chamada solução eficiente.

Assim, a decisão de recuperação deve sempre considerar o pressuposto da maximização de valor para todos os agentes envolvidos, como orienta Mário (2005, p. 17), “se os ativos da empresa têm maior valor sendo liquidados isolada e ordenadamente (valor de liquidação maior do que o valor econômico), a falência é altamente preferida”.

E ainda, mesmo que em uma primeira análise a empresa possa se demonstrar viável, Hofer (1980) recomenda que o teste de falência possua alguma margem de segurança, ou seja, que antes de se iniciar uma reestruturação, os *stakeholders* tenham certeza de que o valor da empresa reorganizada será substancialmente maior do que o seu valor de liquidação.

Para mensurar o valor econômico da empresa em crise financeira, King (1991), Gilson *et al.* (2000) e Damodaran (2002) afirmam que a avaliação com base no método do fluxo de caixa descontado⁷⁹ é consistente, eficiente e flexível, tendo potencial para incorporar todos os efeitos dos problemas de liquidez da organização em seu valor intrínseco.

No entanto, Damodaran (2002) informa que alguns avaliadores, ao longo do processo de avaliação, acreditam que, por estabelecer determinadas premissas de cálculo, podem capturar os reflexos das dificuldades financeiras no valor da empresa. Para o autor, tal prática pode

⁷⁸ O cálculo do valor econômico da empresa deve considerar os benefícios gerados pelo esforço de recuperação e os gastos nele incorridos.

⁷⁹ Maiores informações podem ser obtidas em Damodaran (1994), Gilson (2001), Copeland *et al.* (2002), Sousa (2002), Perez e Famá (2003) e Brealey *et al.* (2006).

tornar o valor apurado irreal e não contemplar as eventuais consequências da empresa não ser capaz de cumprir suas obrigações contratuais.

Desta forma, Damodaran (2002) recomenda cautela e sugere quatro alternativas para incorporar os efeitos do problema financeiro no valor de uma organização: a) simulações, que permitiriam apurar o valor da firma em caso de liquidação ou os impactos das estratégias de recuperação; b) um modelo modificado do DCF⁸⁰, onde as expectativas de fluxo de caixa e as taxas de desconto seriam ajustadas para refletir o risco de *default*; c) avaliações em separado da firma – com e sem dificuldades financeiras –; e d) modelo do valor presente ajustado, onde se apura o valor da empresa sem dívidas, depois se somam as dívidas a este valor, considerando seus custos diretos, seus benefícios fiscais e os riscos de falência.

Contudo, com base em uma pesquisa com 63 empresas de capital aberto nos Estados Unidos, que foram reorganizadas sob a égide do Capítulo 11 no período entre 1984 e 1993, Gilson *et al.* (2000) apontaram uma faixa muito ampla de erros de avaliação. Para os autores, estas grandes diferenças não podem ser atribuídas aos pressupostos do modelo de avaliação ou às premissas adotadas no cálculo, como taxas de desconto e de crescimento; mas, sim, à falta de informação adequada sobre as empresas em dificuldades, pois os erros encontrados estavam quase sempre relacionados a vieses estratégicos nas projeções de fluxos de caixa, usualmente incentivados por interesses particulares em distorcer estes resultados.

Gilson *et al.* (2000) interpretam estes achados de pesquisa como uma evidência de que avaliar empresas em situações pré-falimentares é mais complexo e menos preciso do que avaliações normais, o que apenas reforça o conceito de margem de segurança proposto por Hofer (1980) e já referido neste trabalho.

Bertoli (2000) informa que o teste de falência também pode ser afetado por outras variáveis externas à organização, como suas relações políticas, pressões de caráter social por parte da força de trabalho e de seus sindicatos, pelos riscos de desestabilização do sistema bancário em caso de *default* da dívida e até pelo círculo de relacionamentos do empreendedor e dos seus executivos, particularmente, nas empresas de grande porte e de relevância nacional.

⁸⁰ DCF – *Discounted cash flow* ou método de avaliação com base no fluxo de caixa descontado.

Após a ponderação de todas as variáveis apresentadas, pode-se, eventualmente, chegar à conclusão de que a empresa é irrecuperável seja por ser econômica inviável seja por não haver mais condições financeiras, técnicas, mercadológicas, negociais e de gestão para conduzir o *turnaround*⁸¹. Slatter e Lovett (1999) afirmam que quando uma empresa não apresenta potencial para se tornar economicamente independente, é inevitável que a reestruturação fracasse. Normalmente, estas empresas se caracterizam por um *core business* deteriorado, deficiências estruturais de custos e perda de confiança por parte dos seus clientes.

Empresas inviáveis não têm razão econômica para continuar operando⁸² e seu encerramento representa uma depuração do sistema, pois evita efeitos em cadeia sobre outras empresas e a liquidação de seus ativos libera capital para atividades de maior valor. Neste sentido, o papel do sistema de insolvências é criar condições que estabeleçam as bases para uma liquidação eficiente dos ativos da falida, maximizando seu valor e minimizando perdas ao possibilitar que os credores recuperem pelo menos parte de seus créditos.

Enfim, o teste de falência e a decisão sobre quais as alternativas de valor deverão ser adotadas são resultado das análises técnicas de viabilidade econômico-financeira da empresa em crise e de todas as variáveis expostas neste capítulo, bem como de um amplo processo de negociação entre a devedora e seus *stakeholders*, que é delimitado pelas regras do direito e onde estão presentes inúmeros conflitos de interesses, quase sempre potencializados pela assimetria de informações e por frustrações passadas.

O sucesso destas decisões está ainda condicionado à consciência de todos os envolvidos de que este é um processo minimizador de perdas e que o resultado do *turnaround* é afetado pelo grau de apoio e pelo incentivo que os *stakeholders* a ele dedicam.

⁸¹ Grinblatt e Titman (2005) afirmam que a deliberação de continuar operando ou liquidar é uma das decisões empresariais mais difíceis de se tomar e que é fortemente afetada pela estrutura de capital da empresa e pela dívida que ela tem que pagar.

⁸² Justificativas econômicas mais aprofundadas podem ser obtidas em Costa (2004), Lundberg (2004), Lisboa *et al.* (2005) e Araújo e Funchal (2006).

6 *TURNAROUND*

Este capítulo tem por objetivo apresentar as etapas básicas de um *turnaround* de empresas em crise financeira, seus objetivos e os diversos modelos propostos pela literatura técnica, detalhando as principais ações de reestruturação. Além disto, oferece um conjunto de medidas preventivas que permitem um amadurecimento gerencial da organização e contribuem para reduzir a probabilidade dela vir a ser surpreendida por outra situação semelhante no futuro.

Embora em cada empresa a dificuldade financeira possa apresentar características e sintomas específicos, o estudo delineado nesta tese aponta que seus processos de recuperação possuem traços similares, permitindo um ordenamento e uma sistematização das várias fases e ações de um esforço de reestruturação.

6.1 Conceitos de *turnaround* e reestruturação

Turnaround e reestruturação empresarial são temas amplos, algumas vezes utilizados como sinônimos, mas que possuem diferenças em sua aplicação, seu escopo e em seus objetivos. Altman (1993) define reestruturação como uma alteração substancial no *portfólio* de ativos da empresa ou na sua estrutura de capital, cujo principal objetivo é criar valor aos acionistas. De forma semelhante, McTaggart (1990) diz que reestruturar uma empresa é sinônimo de empreender uma grande mudança na forma como ela faz negócios. Para o autor, as reestruturações envolvem decisões sobre atividades que geram caixa e sobre os instrumentos que financiam os ativos que estão gerando este caixa.

Já Balgobin e Pandit (2001) definem o processo de reestruturação como a restauração do desempenho econômico de uma empresa que esteja em deterioração ou cuja sobrevivência possa estar ameaçada. Observa-se que, em geral, processos de reestruturação visam a adequar as organizações a novas realidades de mercado, buscando maior competitividade, melhora de desempenho e aprimoramento de controles.

Por sua vez, o *turnaround* é um processo de transformação, de revitalização e de renovação de uma empresa com resultados operacionais negativos e em estado de crise financeira, cujo

objetivo maior é reverter drasticamente este quadro e alçar a organização a uma nova fase de crescimento sustentável.

Conforme Queiroz (2004), a expressão *turnaround* em português significa “mudar o curso ou a direção”, ou ainda, “reverter a crise”. Para o autor, trata-se de uma terminologia muito utilizada no meio empresarial para fazer referência às ações tomadas por uma empresa ou por seus *stakeholders* para lograr uma correção de rumo e reverter uma situação de insolvência, tanto na esfera não judicial como na judicial.

Slatter e Lovett (1999) afirmam que o *turnaround* é uma medida necessária não apenas para as empresas que se encontram em crise financeira, mas também para aquelas que já estão apresentando os sintomas que geralmente precedem a insolvência. De forma complementar, Sloma (1985) afirma que a essência de um *turnaround* é recuperar uma empresa cujo desempenho financeiro seja inaceitável, mesmo que ela ainda não esteja em dificuldades. Portanto, o *turnaround* pode ser preventivo ou corretivo. Em suas pesquisas, Bibeault (1999) constatou que o prazo médio para se realizar um *turnaround* completo e consolidado é de 4,1 anos.

Queiroz (2004) diz que, embora a reestruturação de empresas já seja um negócio consolidado no Brasil, o *turnaround*, apesar da grande demanda potencial após a entrada em vigor da Lei nº 11.101/05, ainda é uma indústria em seu estágio inicial de desenvolvimento. Conforme o autor, as possíveis razões para isto são:

- ❑ desconhecimento deste ramo de atividade pelos controladores, acionistas e investidores;
- ❑ estrutura de governança nas empresas inexistente ou ineficaz;
- ❑ predomínio de uma cultura gerencial onde o empresário pensa que resolve tudo sozinho;
- ❑ ego e orgulho profissional dos controladores/administradores; e
- ❑ gestão por instinto e inexperiência profissional.

Mesmo assim, as perspectivas futuras para as atividades de recuperação de empresas e para a disciplina de *turnaround* se apresentam muito favoráveis, sobretudo quando se verifica que as ações requeridas para administrar uma empresa em crise não são, necessariamente, as mesmas que funcionariam sob condições normais. Um bom exemplo disto está no relacionamento da devedora com seus *stakeholders*, onde resgatar novamente a sua credibilidade requer ações e posturas distintas daquelas adotadas durante os momentos de solvência.

Bibeault (1999) ressalta que o *turnaround* é sempre um período anormal na história de qualquer empresa e que requer uma abordagem gerencial única, diferente da adotada em épocas de estabilidade e crescimento, principalmente para lidar com as pressões excessivas por parte dos *stakeholders*, a resistência dos empregados, os riscos de mudanças etc.

Ainda de acordo com Bibeault (1999), os princípios básicos de gestão podem persistir, mas as estratégias de implantação são inteiramente novas, uma vez que objetivos de crescimento e rentabilidade passam a ser secundários, enquanto a geração de caixa se torna o foco central da organização.

Apesar de reconhecer a importância e o escopo de atuação das atividades de reestruturação, como já assinalado em sua introdução, o foco de pesquisa desta tese está concentrado em processos de *turnaround* visando à recuperação de empresas em dificuldades financeiras.

6.2 Objetivos do *turnaround*

Como descrito no capítulo três, a nova legislação falimentar brasileira vem criando boas condições regulatórias para resgatar as empresas viáveis que estejam em crise financeira. Contudo, a natureza da recuperação é muito mais econômica e financeira do que jurídica, pois, se o negócio não for mais economicamente viável, não é a legislação que irá salvá-lo.

Assim, o objetivo central do *turnaround* é reverter uma situação financeira desfavorável e salvar a empresa. Todavia, o processo de recuperação não pode se restringir ao alongamento de prazos ou ao reescalonamento de dívidas, mas deve identificar e atacar as causas originais que levaram a empresa à dificuldade financeira, procurando corrigir os erros de sua gestão, em especial na definição de estratégias operacionais e financeiras.

Rock e Rock (1990) corroboram com esta visão e afirmam que os *turnarounds* devem ser mais do que simples reestruturações financeiras e precisam elevar a empresa a uma boa condição competitiva, criando ou sustentando vantagens comparativas. Do mesmo modo, Sloma (1985) lembra que um *turnaround* de sucesso não consiste apenas em reverter um resultado negativo e transformá-lo em positivo, mas, sim, alçar a empresa a uma performance superior, que crie valor ao acionista.

Para Sull (2003), muitos gestores tendem a reagir à necessidade de mudanças, mas persistem em ações ou medidas que deram certo no passado, num movimento chamado de inércia ativa. Neste sentido, o autor evidencia o conceito de ciclo de vida da organização e aponta que um *turnaround* ou uma reestruturação mais profunda, mesmo que impulsionado por pressões de natureza financeira, pode permitir às empresas resgatar a antiga flexibilidade, fazendo o necessário rompimento com o passado e com os modelos de gestão e as estratégias que já não funcionam. Com isto, estas empresas conseguem promover as mudanças necessárias para a readaptação ao novo ambiente, sem destruir suas competências essenciais e ousar inovar, por mais incômodas que estas necessárias transformações possam ser.

Por fim, além de almejar o resgate da empresa e a maximização de valor para os acionistas e credores, um *turnaround* pode e deve ter outros objetivos, como: consolidar o relacionamento de confiança com os seus *stakeholders*, recuperar a imagem institucional e a reputação da empresa, restaurar a sua saúde financeira, criar instrumentos gerenciais de controle e monitoramento de desempenho e, em especial, a reconstruir diferenciais, de forma a torná-la competitiva, criando sustentações para que as dificuldades financeiras não retornem.

6.3 Elementos importantes para o *turnaround*

A literatura especializada apresenta vários elementos importantes para o sucesso de um *turnaround* de empresas em dificuldades financeiras. Muitos deles já foram abordados neste referencial teórico, como: a necessidade de elaboração de um diagnóstico correto sobre as causas da crise, o fator tempo, as negociações com os *stakeholders*, as fontes de recursos para financiar a recuperação etc. Mesmo assim, alguns elementos merecem ser realçados e outros, mais específicos, ainda precisam ser apontados.

A figura 18 a seguir ilustra diversas possibilidades de resultados esperados de um processo de recuperação de empresas em crise, que vão deste fracasso absoluto e falência da empresa, até a reconquista de uma posição estratégica e financeira sustentável.

Figura 18 – Tipos de situação de recuperação

Fonte: Adaptado de Slatter e Lovett (1999, p. 115)

De acordo com Slatter e Lovett (1999), a definição de qual a linha de tendência da empresa, dentre aquelas apontadas na figura acima, ou seja, as chances de sucesso do *turnaround* irão variar de acordo com a combinação dos efeitos de seis fatores principais: as causas do declínio, a severidade da crise, a atitude dos *stakeholders*, o histórico estratégico da empresa – conjugado com seu ambiente interno, o ambiente externo da empresa – conjugado com as características de seu setor de atuação e a sua estrutura de custos/preços. Entretanto, como está detalhado a seguir, outras variáveis também irão influenciar no resultado do *turnaround*.

Brown (*apud* BIBEALULT, 1999) aponta mais fatores fundamentais para o êxito da recuperação, são eles: a disposição interna da empresa em promover o *turnaround*; a motivação e o comprometimento dos formadores de opinião em cada uma das principais áreas da empresa; o acesso a novos recursos financeiros para fazer os ajustes necessários; e a contratação de um profissional especialista, que se reporte diretamente ao conselho de administração e tenha ampla autonomia para liderar e direcionar todo este processo.

Com o objetivo de identificar os elementos-chave para o êxito de um *turnaround*, Bibeault (1999) fez uma detalhada pesquisa com executivos especialistas em recuperação de empresas e pôde verificar o predomínio de três aspectos, conforme no quadro abaixo.

Quadro 2 – Detalhamento do elemento-chave para um *turnaround*

<u>Elementos</u>	<u>Percentual</u>
Aspectos de Recursos Humanos	
Forte liderança	48 %
Controle absoluto pela gerência	12 %
Estímulo a uma atitude de sucesso	8 %
Troca de funcionários	3 %
<i>Subtotal</i>	71 %
Aspectos de Competitividade	
Viabilidade do <i>Core Business</i>	12 %
Desenvolvimento de nichos de mercado	4 %
Equipamentos e processos competitivos	1 %
<i>Subtotal</i>	17 %
Aspectos Financeiros	
Ativos que podem ser realizados	10 %
Apoio dos credores	2 %
<i>Subtotal</i>	12 %

Fonte: Adaptado de Bibeault (1999, p. 370)

O autor explica que, para 71% dos entrevistados, é imperiosa a troca da administração da empresa, de forma a melhorar sua gestão e a motivação dos empregados. Para 17% dos entrevistados, a empresa deve ter pelo menos um negócio que seja competitivo e economicamente viável. O resultado de apenas 12% para os aspectos financeiros não parece estar subdimensionado, pois Bibeault (1999) explica que a troca da gestão, provavelmente, contribuirá para obtenção dos novos recursos. Ainda segundo o autor, os novos gestores certamente promoverão melhoras nos controles da empresa, em especial no fortalecimento da sua função financeira, com a adoção de orçamentos, fluxo de caixa, relatórios contábeis e gerenciais, controles de margens e de custos e, inclusive, com a adoção de métricas de desempenho não financeiras, onde o aprimoramento de todos estes instrumentos trará sensibilidade aos executivos para monitorar o processo de recuperação, fornecendo informações para possam agir quando for necessário.

Slatter *et al.* (2006) trazem sete ingredientes essenciais para um *turnaround* de sucesso:

- a) estabilização da crise – gerenciando o caixa, reduzindo custos, vendendo ativos, obtendo novos financiamentos etc.;
- b) liderança – troca do presidente da diretoria e de outros diretores e gerentes;
- c) suporte dos *stakeholders* – importância da comunicação e da negociação;
- d) foco estratégico – redefinir o *core business* da empresa, venda de ativos ou unidades de negócios, terceirização, revisão de produtos e mercados etc.;
- e) transformação organizacional – mudanças na estrutura organizacional, troca de pessoas-chave, melhora na comunicação interna, construção de compromissos, novos termos de contratação de pessoal, desenvolvimento interno de novas capacidades etc.;
- f) melhoria em processos críticos – reduções de custos, incremento de vendas, melhora da qualidade, implementação de sistemas de controle gerencial etc.;
- g) reestruturação financeira – redução de ativos e renegociação de dívidas.

Slatter e Lovett (1999) apresentam ainda as conclusões de um detalhado estudo comparativo entre as medidas adotadas em *turnarounds* de sucesso e em outros que falharam. Segundo os autores, os processos que obtiveram êxito se caracterizaram por:

- ❑ trocas na gestão, em especial na presidência e no diretor financeiro;
- ❑ utilização de múltiplas estratégias para geração de caixa;
- ❑ melhora nos sistemas de controle financeiro e implantação de uma cultura interna orientada para performance;
- ❑ compreensão de que as estratégias de redução de custos, embora importantes, são insuficientes para assegurar o sucesso do *turnaround*;
- ❑ uma reorientação fundamental na estratégia produto-mercado e melhora do *marketing*;
- ❑ alterações significativas na estrutura organizacional e nos processo de negócio das empresas e na comunicação interna.

É importante ressaltar que, apesar de vários dos fatores aqui descritos já terem sido analisados e considerados para o teste de falência, eles ainda precisam ser acompanhados ao longo de todo o *turnaround*, pois flutuações mais acentuadas nestas variáveis podem afetar de forma significativa o resultado final da recuperação.

Queiroz (2004) também aborda alguns pontos importantes no processo de recuperação de empresas, como a experiência da equipe que conduzirá o *turnaround*, a atratividade do negócio e do setor de atuação da empresa e, é claro, o fato da empresa ser economicamente

viável. Se estes pontos forem atendidos, o autor afirma que toda empresa é recuperável, mas ressalva que a morosidade e a perda do *timing* da recuperação podem fazê-la sucumbir, visto que a procrastinação do *turnaround* agrava a crise e destrói o valor da empresa, que vai perdendo credibilidade, competitividade, mercado, fidelidade de clientes etc.

Percebe-se, assim, que a governança e a gestão da crise são fatores críticos para o sucesso do *turnaround*, tanto que Seidemann e Sands (1991) recomendam a formação de um time gestor exclusivo para a crise, com poder de decisão e formado por membros com disponibilidade integral, que não estejam envolvidos em atividades regulares na organização.

Por outro lado, Grove (1997) aponta a necessidade de troca de gestão, pois entende que as pessoas estão emocionalmente envolvidas com as decisões, não conseguem mais enxergar claramente o que precisa ser feito. Queiroz (2006) compartilha desta visão e justifica que na maioria dos casos de recuperação de empresas em países desenvolvidos, inevitavelmente, é efetuada a substituição de comando⁸³, sobretudo se houver algum indício de fraude.

Bibeault (1999) reforça a importância de uma nova equipe de gestão, porque um *turnaround* requer conhecimento gerencial especializado, alto grau de energia humana, trabalho duro e elevada autoconfiança de quem o está conduzindo, visto que terá importantes desafios internos e externos a ser enfrentados.

Já Ghosn (2007) acredita que, se um executivo aceita a tarefa de recuperar a empresa, não pode colocar a culpa por fracassos em fatos ocorridos antes de sua entrada e deve ter a plena convicção de que seu futuro estará associado ao futuro desta empresa. Portanto, se o dirigente aceitar tal desafio, deve assumir a responsabilidade pelo passado, pelo presente e pelo futuro. O autor também adverte que, para uma empresa se recuperar, é fundamental que haja uma estratégia clara, que incorpore todos os objetivos prioritários da mesma. Além disto, para que esta visão de futuro seja sustentável, ela deve ser compartilhada e quantificada, de forma a assegurar que em todos os níveis da empresa, os funcionários compreendam para onde a empresa quer ir e qual a contribuição de cada um.

⁸³ Esta visão é compartilhada por Brown (1999), Davis e Sihler (2002) e Slatter *et al.* (2006).

Apesar do exposto, conforme Black *et al.* (1998), o envolvimento dos funcionários não parece ser um fator relevante, pois a resistência interna a mudanças por parte da gerência e dos demais empregados é menor em uma situação de tensão do que em períodos normais. Desta forma, é importante reconhecer a oportunidade de transformação que a crise financeira traz, pois os funcionários tendem a aceitar reorganizações que, usualmente, seriam rejeitadas.

Quando o processo de recuperação da empresa é liderado por uma equipe interna, é recomendável que o executivo responsável seja um profissional com bom relacionamento junto aos *stakeholders* e aos demais gestores e ainda, que não acumule outras funções diárias na organização, dedicando-se exclusivamente ao *turnaround*. A esta função, o mercado atribui o nome de CRO – *Chief Restructuring Officer*.

A literatura demonstra que as responsabilidades de um CRO exigem profissionais que combinem aptidão analítica para entender a necessidade de mudanças, com capacidade de execução para implementar o plano, já que dificilmente o *turnaround* atingirá seus objetivos se quem for conduzi-lo não demonstrar competência, motivação, iniciativa e habilidade de negociação para combater eventuais atitudes de obstrução. Este profissional precisa ter ética, integridade e ser reconhecido por condutas responsáveis, demonstrando respeito e capacidade de julgamento para conquistar credibilidade e atuar, sempre que possível, com transparência junto a todos os envolvidos neste processo, em especial, com credores e funcionários⁸⁴.

Bibeault (1999) e Queiroz (2006) acreditam que um consultor externo, especializado em solução de crises, pode auxiliar a empresa a enfrentar a turbulência de uma reestruturação, sobretudo por trazer experiência vivida em situações semelhantes e ter um ponto de vista mais crítico, objetivo e independente, uma vez que não está envolvido com os problemas da empresa, o que reduz possíveis vieses de interpretação da crise e de suas causas primárias.

A ajuda de consultores externos tende a ser mais necessária nas empresas familiares, onde existe um risco maior de perda de foco na solução e transposição de conflitos entre a família e a organização, prejudicando o *turnaround*. Por razões como esta, muitas vezes o processo de profissionalização de empresas familiares se inicia durante uma crise.

⁸⁴ Existe muita controvérsia sobre a prudência de uma maior transparência da equipe de reestruturação no que tange ao anúncio de demissões de funcionários e seus conseqüentes reflexos no clima organizacional.

De acordo com Queiroz (2006), a utilização de assistência especializada e de gestão interina em processos de recuperação vem crescendo substancialmente no Brasil, principalmente em função do desgaste e da falta de credibilidade das administrações anteriores.

Como base em várias pesquisas coletadas e analisadas por esta tese, apresenta-se abaixo um quadro-resumo contendo de maneira objetiva os principais elementos que contribuem para o sucesso do *turnaround*.

Quadro 3 – Resumo dos elementos importantes para o *turnaround*

	Slatter e Lovett (1999)	Brown (1999)	Bibeault (1999)	Sloma (1985)	Queiroz (2004)	Davis e Sihler (2002)
O Negócio						
Estratégia e <i>core business</i>	√		√	√	√	√
Estrutura de custos e competitividade	√		√	√	√	√
Aprimoramento de controles	√					√
Gestão e funcionários						
Disposição para reestruturar		√	√	√		
Motivação e comprometimento	√	√	√	√		√
Troca da gestão	√	√	√		√	√
Cultura organizacional	√	√		√		
Estratégias de comunicação	√			√	√	√
Recursos financeiros						
Severidade da crise	√				√	√
Reestruturação financeira	√		√			√
Novos recursos financeiros		√	√		√	√
Stakeholders						
Atitude dos <i>stakeholders</i>	√	√	√	√	√	√
Fatores Externos						
Novos nichos de mercado			√	√		
O ambiente externo	√				√	√

Fonte: O Autor

6.4 Modelos conceituais para o processo de recuperação

A literatura identifica diversas alternativas para a subdivisão, o encadeamento e a organização de processos de recuperação de empresas em dificuldades financeiras, que vão do aparecimento dos primeiros sintomas da deterioração, passando por suas várias etapas intermediárias, até um retorno sustentado ao crescimento e a criação de valor.

A severidade da crise é um dos fatores que deve ditar com que velocidade serão efetuados o diagnóstico, a formulação do plano e a sua efetiva implementação. Quando a crise aparenta ser branda, deve haver tempo para que o plano seja concebido e implantando em condições normais. Contudo, quando ela é grave, certamente haverá uma sobreposição de etapas, com a adoção de inúmeras medidas simultaneamente.

Como já mencionado, recomenda-se que, antes de qualquer ação corretiva de maior alcance, que se identifique as verdadeiras causas dos sintomas apresentados pela empresa, permitindo uma análise mais acurada da extensão dos seus problemas e a elaboração de um plano de recuperação viável para resgatá-la. No entanto, em função da gravidade da crise, talvez, certos passos tenham que ser dados já na fase inicial, de forma a atenuar os sintomas e preparar a empresa para uma reestruturação mais profunda.

Figura 19 – Estágios iniciais de um processo de recuperação de empresas
 Fonte: Adaptado do II Fórum Internacional de Renovação de Empresas (2004)

Robbins e Pearce (1992) sugerem que, antes do *turnaround* propriamente dito, podem ser implantadas medidas de racionalização de custos para estabilizar a empresa em situações menos críticas; ou de racionalização de ativos, quando a crise se apresenta mais severa. Para Castrogiovani e Bruton (2000), a racionalização é sempre uma resposta inicial desejável, independente das causas dos problemas que levaram à crise financeira, uma vez que estas ações corretivas urgentes podem proporcionar à empresa sua última chance de sobrevivência.

Na visão de Barker e Mone (1994), esta racionalização não será o fator de sucesso de um futuro *turnaround*, mas apenas uma resposta rápida à deterioração da empresa, pois ela dificilmente consegue estabilizar os negócios e não traz ganhos significativos de eficiência. Os autores mencionam, ainda, que não há consenso na literatura técnica sobre a eficácia das atividades de racionalização focadas exclusivamente em reduções da força de trabalho para minimizar custos e que a racionalização deveria ser uma constante nas organizações e não apenas uma reação a períodos de crise.

De forma mais estruturada, Slatter e Lovett (1999) orientam que um *turnaround* se caracteriza pela não linearidade de suas fases e pela sobreposição de planejamento e implementação. Mesmo assim, os autores conseguiram organizar seu modelo em quatro fases distintas, que estão ilustradas na figura 20 abaixo.

Figura 20 – Modelo proposto por Slatter e Lovett

Fonte: Adaptada de Slatter e Lovett (1999, p. 100)

Conforme Slatter e Lovett (1999), a fase de análise engloba mais do que apenas o diagnóstico do negócio, pois a empresa demanda um gerenciamento de crise e, em razão disto, já deve existir a interferência dos *stakeholders*. O rigoroso controle de caixa se faz necessário e pode haver troca de comando na empresa. De acordo com os autores, a fase subsequente, também chamada de fase de emergência, objetiva preservar a sobrevivência da empresa e implementar

estratégias mais genéricas⁸⁵ que possam surtir efeitos no curto prazo. Nesta fase, se inicia também a busca por financiamentos adicionais para viabilizar o *turnaround*.

Slatter e Lovett (1999) entendem que a terceira fase – mudança estratégica – enfatiza fatores operacionais e o posicionamento estratégico “produto-mercado” da empresa, reavaliando todo o capital investido e concentrando os esforços nos segmentos em que a mesma detém as maiores vantagens competitivas. Esta é uma fase ainda permeada por incertezas, mas onde a gestão da organização procura demonstrar aos *stakeholders* que os problemas iniciais foram superados. Se vencidos estes desafios, bons resultados devem voltar às demonstrações financeiras e a empresa pode voltar a planejar o crescimento.

No modelo proposto por Walker (1994), o *turnaround* possui três estágios. O primeiro deve abranger todos os problemas imediatos e urgentes com os quais a empresa se defronta. Trata-se de administrar a crise e preservar a vida da organização. O autor recomenda, ainda, a introdução de um sistema de informação gerencial adequado e que se busque restaurar as relações de confiança dos *stakeholders*.

Para Walker (1994), o segundo estágio está na implementação das mudanças fundamentais para que a empresa retorne firmemente aos negócios, enquanto a terceira fase corresponde a um período de crescimento e prosperidade, que vem como uma consequência normal de uma implementação bem-sucedida das fases anteriores.

Na abordagem de Sloma (1985), um *turnaround* de sucesso não deve conter etapas rígidas e precisa ser feito sob medida para cada organização, porque, embora os sintomas possam ser semelhantes, em muitos casos os tratamentos dependem de uma correta contextualização da empresa e de uma precisa identificação dos reais problemas que ela está enfrentando.

Ainda assim, Sloma (1985) aponta a existência de treze passos críticos que precisam ser obedecidos, são eles: a) quantificar e avaliar os sintomas; b) aplicar as ferramentas para análise dos sintomas; c) determinar a gravidade da crise; d) selecionar os tratamentos mais adequados; e) quantificar as ações remediadoras e o tempo e recursos necessários; f) preparar

⁸⁵ São alguns exemplos destas estratégias chamadas de genéricas pelos autores: redução de custos, elevação de preços, incremento no esforço de vendas, venda de ativos, fechamento de fábricas e filiais, redução de estoques, descontinuidade do uso de produtos deficitários, redução de pessoal, aprimoramento dos controles da empresa etc.

uma minuta inicial de plano de recuperação; g) verificar se o plano satisfaz aos “3P”⁸⁶; h) verificar a viabilidade de implantação do plano; i) analisar se o plano permite alcançar as metas financeiras projetadas; j) documentar o plano final; l) comunicar o plano; m) motivar a gerência operacional e n) monitorar o desempenho.

Para o desenvolvimento do projeto Empreendedor Alerta, Martelanc *et al.* (2001) efetuaram uma pesquisa com 223 empresas que enfrentaram dificuldades financeiras e conseguiram se recuperar. Com base nos resultados obtidos, os autores sistematizaram um modelo para o processo de recuperação de pequenas e micro empresas e dividiram-no em três módulos básicos: saneamento financeiro, reestruturação e amadurecimento administrativo.

Segundo Martelanc *et al.* (2001), o saneamento financeiro objetiva dar um alívio temporário à empresa, diminuindo a pressão e permitindo uma ação mais efetiva sobre as causas originais. Para tanto, os autores recomendam a recapitalização da companhia⁸⁷, de forma a restabelecer suas atividades normais e prepará-la para o processo de reestruturação. Deve-se procurar também reescalonar as dívidas, alongando prazos e readequando o vencimento do passivo à capacidade de geração de caixa do ativo. Além disto, ainda nesta fase inicial, a empresa deve buscar toda a redução imediata de gastos possível, eliminando os custos e despesas não essenciais ou que não adicionam valor, redimensionando seu quadro de pessoal, procurando alternativas de matéria-prima ou novos fornecedores, evitando desperdícios de toda natureza, reduzindo a retirada dos sócios, reavaliando seu enquadramento tributário etc.

O segundo módulo deste modelo foi chamado pelos autores de reformulação comercial, que consiste na busca da solução definitiva para os verdadeiros problemas da empresa. De acordo com Martelanc *et al.* (2001), esta fase se subdivide em três macro-funções essenciais:

- a) relação produto/cliente, onde se deve reavaliar a estratégia da empresa, adaptando seus produtos e serviços às necessidades dos clientes, com segmentação e posicionamento; o lançamento de novos produtos ou serviços; a melhora da qualidade dos produtos atuais; novos mercados de atuação etc.;

⁸⁶ Sloma (1985) diz que o sucesso de um *turnaround* depende de seu plano de recuperação conseguir satisfazer adequadamente ao que o autor chamou de “3P” – *People* (pessoas), *Product* (produto) e *Plant* (estrutura).

⁸⁷ Os autores recomendam cautela com novos empréstimos e sugerem aportes de capital pelos sócios atuais, busca de novos sócios, venda de ativos (veículos, imóveis, equipamentos, filiais etc.), além da redução de estoques e contas a receber.

- b) maior esforço de agressividade comercial, por meio de estratégias de comunicação, melhora no atendimento e revisão das condições de venda, como preços e prazos;
- c) aprimoramento da estrutura física, políticas de expansão, modernização de instalações e equipamentos etc.

O último grande módulo da recuperação conduz ao amadurecimento administrativo da empresa, ou seja, se refere a ações que objetivem consolidar os avanços conquistados nas etapas anteriores e mantenham a gestão do negócio sob controle, como: o aprimoramento da equipe de funcionários, a sistematização de informações para tomada de decisão, os controles de resultados, de caixa, de compras, produção etc. e uma maior atenção aos efeitos comportamentais que visem à mudança de atitude das pessoas, buscando maior envolvimento, motivação e comprometimento.

No modelo de Bibeault (1999), o *turnaround* é dividido em cinco fases distintas: a mudança da gestão, o estágio de avaliação, o estágio de emergência, a estabilização e o retorno ao crescimento normal. Com exceção da necessidade da troca de comando, as linhas gerais desta abordagem – nos seus demais estágios – encontram uma boa sintonia com outros modelos indicados na literatura⁸⁸, cujas proposições sugerem apenas pequenas alterações.

Nessa perspectiva, Bibeault (1999) acredita que a troca da gestão pode ser chamada de “o momento da verdade”, pois é quando a organização reconhece a necessidade de fazer as devidas correções para poder enfrentar as causas de suas dificuldades. Em suas pesquisa, o autor apontou que em mais de 70% dos casos a troca da gestão se fez necessária, uma vez que a administração anterior não se demonstrou capaz de reverter os problemas ou ela também era parte do problema em si.

Na concepção de Bibeault (1999), é no estágio de avaliação que se verifica a viabilidade econômica da empresa e que o plano de recuperação é formulado. Nesta fase já se pode iniciar a preparação para um provável *turnaround*. A fase subsequente é chamada de estágio de emergência e seu objetivo central é preservar a vida da organização. Toda a atenção está centrada no controle e na geração de caixa. Mesmo assim, o autor reforça que atividades de racionalização de custos e ativos já podem ser implementadas.

⁸⁸ Ver Slatter *et al.* (2006), Balgobin e Pandit (2001), Castrogiovani e Bruton (2000) e Di Napoli *et al.* (1991).

O quarto estágio é chamado por Bibeault (1999) de estabilização, quando o foco deixa de ser apenas a sobrevivência diária e passa a ser a normalização das atividades operacionais, o incremento de lucros e a construção do futuro. Nesta fase, o plano de recuperação entra em sua fase mais importante: a reorganização estratégica e financeira da empresa. Por fim, o autor apresenta o estágio de retorno ao crescimento normal, a última fase do processo de recuperação, cujos objetivos são: consolidar o reposicionamento, reconquistar mercados e margens – enfatizando estratégias de *marketing* – e retomar os investimentos para crescer de forma consistente e sustentável. O autor reforça que nesta fase deve se consolidar também a disciplina financeira e a cultura de controles na organização.

Black *et al.* (1998) apresentam um modelo um pouco distinto para o processo de recuperação, subdividindo-no em quatro fases e reforçando que esse processo requer um grande comprometimento da gestão para que seu resultado final seja alcançado. Todas as fases desta proposta estão delineadas na figura 21 adiante.

Figura 21 – O processo de recuperação de valor

Fonte: Adaptado de Black *et al.* (1998, p.136)

Conforme Black *et al.* (1998), a primeira fase visa à estabilização urgente do negócio, com suas atenções voltadas para a preservação de caixa e a redução das perdas operacionais. Para tanto, recomendam a redução das necessidades de capital de giro, a renegociação dos compromissos financeiros imediatos, a venda de ativos não essenciais etc. Os autores reforçam ainda a importância de se preservar a credibilidade da empresa e de sua gestão, da

manutenção das atividades produtivas da empresa e de uma preparação prévia da mesma para o *turnaround*. Nessa perspectiva, são necessários bons relacionamentos com os *stakeholders* e uma reserva de caixa, para que a empresa tenha tempo hábil de promover a recuperação.

A fase de análise compreende todo o diagnóstico e a formulação do plano de recuperação. Black *et al.* (1998) reforçam que os princípios básicos da gestão baseada em valor são de grande utilidade, neste momento, e que os direcionadores de valor, as competências essenciais, as vantagens competitivas, a eficiência operacional e o posicionamento estratégico da empresa devem ser os pilares da análise, de forma que o valor potencial do negócio possa ser apurado.

Black *et al.* (1998) consideram a terceira fase, chamada de reposicionamento, a etapa crucial da recuperação. Para os autores, esta também é a fase mais difícil de sistematizar em qualquer processo, pois suas características variam muito de empresa para empresa. Contudo, reforçam que, neste estágio, o *turnaround* deve dar atenção especial à revisão da estratégia de financiamento da organização e à implementação das novas estratégias operacionais traçadas na etapa anterior, para que o valor potencial possa ser alcançado e a recuperação concluída.

Com base nos diversos modelos apresentados pela literatura e considerando as variantes de suas diferentes abordagens, pode-se verificar que um processo completo de recuperação é composto por quatro macro-fases fundamentais, conforme se expõe a seguir.

Figura 22 – O modelo teórico de *turnaround*

Fonte: O Autor

□ **Fase de emergência ou estabilização**

Seu objetivo principal é assegurar a sobrevivência da empresa; para tanto, devem ser tomadas ações imediatas para evitar que a crise se torne mais severa e a empresa entre em colapso. O

foco está na estabilização do fluxo de caixa, para preservar a liquidez e a manutenção das atividades operacionais da empresa.

Reiss e Phelps (1991) reforçam a importância de manter a empresa viva, mesmo que para isto tenham que ser vendidas unidades de negócios lucrativas. Os autores ainda recomendam que sejam colocados fortes controles e restrições em todas as atividades que impliquem na saída de recursos financeiros da companhia. Nesta fase, os autores não recomendam amortização de dívidas financeiras, mesmo que elas estejam crescendo fortemente. A melhor maneira de tais dívidas serem pagas está na geração futura de caixa operacional e isso pressupõe que a empresa ainda esteja viva. Estas dívidas devem ser renegociadas.

Contudo, deve-se alertar que uma composição de dívida nesta fase, apesar de contribuir para a estabilização do fluxo de caixa e o restabelecimento das atividades operacionais da empresa, caso seja feita de forma inconsistente, traz dois riscos:

- a) ser incompatível com a capacidade de geração de caixa operacional da empresa e, desta forma, estar-se-ia apenas transferindo o problema para o futuro, quando as dificuldades poderão se tornar ainda maiores; e
- b) aliviar a pressão por reformas, já que a normalização do fluxo de caixa tranquiliza a situação financeira da empresa, fazendo com que a verdadeira raiz do problema que levou à crise financeira permaneça, podendo emergir até com mais força no futuro.

Nesta fase também deve ser aberto um canal direto de comunicação com os *stakeholders*, para atenuar as pressões e assegurar a continuidade de fornecimento, produção e vendas.

□ **Fase de avaliação ou diagnóstico**

Caracteriza-se pela busca das reais causas que levaram a empresa à crise, pela formulação de um plano de recuperação que possa resgatar seu valor e pela análise de viabilidade das diversas alternativas de valor, de forma a assegurar que o teste de falência leve a uma decisão eficiente, que reconstrua ou preserve maior valor para a empresa, seus acionistas e para os seus *stakeholders*. A importância desta fase foi detalhadamente abordada neste trabalho.

□ **Fase central da reestruturação: estratégica, financeira e operacional**

Trata-se de implementação e execução do plano de recuperação aprovado, onde o controle e o monitoramento deste processo são muito importantes para os *stakeholders*, para o Juízo – via administrador judicial – e para a própria gestão da empresa, pois revisões de metas ou de ações a serem adotadas podem se mostrar necessárias ao longo do *turnaround*.

□ **Fase de consolidação e retomada do crescimento**

Esta última etapa se caracteriza pela consolidação das reformas efetuadas na empresa e na sua estrutura de governança, que devem estar direcionando-a a uma nova fase de crescimento, porém, mais madura e controlada, diminuindo a probabilidade de que novas crises venham a ocorrer sem que sua gestão possa tomar medidas preventivas com antecedência.

6.5 Ações de reestruturação

Entende-se por ações de reestruturação as medidas adotadas pela empresa durante todas as fases supramencionadas para reverter a deterioração, re-equilibrar a sua condição econômica e financeira e retomar seus ciclos de crescimento. A decisão sobre quais devem ser estas medidas depende do diagnóstico efetuado, da severidade da crise, da magnitude dos seus problemas econômicos, de uma eventual necessidade de recursos financeiros para promover o *turnaround* e dos riscos associados aos relacionamentos com os *stakeholders*⁸⁹.

De acordo com Wruck (1990), desde o início da década de 80, os avanços na legislação e as mudanças no mercado financeiro têm afetado fortemente a maneira como as empresas vêm se reestruturando para enfrentar situações de dificuldades financeiras, pois novos instrumentos têm sido criados, abrindo alternativas inovadoras de ações de reestruturação⁹⁰.

Não existe um pacote de ações de reestruturação pronto e pré-concebido que possa ser seguido em todas as situações de crise, uma vez que as práticas passíveis de serem adotadas são tão variadas quanto as possíveis causas do declínio da empresa. E, ainda, problemas

⁸⁹ Mesmo assim, Ross *et al.* (1995, p.621) apontam diversas outras alternativas que podem ser adotadas por empresas em dificuldades financeiras.

⁹⁰ A própria Lei nº 11.101/05, em seu artigo 50, apresenta dezesseis alternativas de ações que podem se constituir em meios de recuperação judicial para empresas em dificuldades financeiras. Contudo, na prática, o universo de atividades de reestruturação parece ser muito mais amplo.

semelhantes, mas que ocorrem em contextos diferentes, podem demandar soluções distintas. Como afirma Ghosn (2007, p. 103) de forma contundente: “É preciso analisar os problemas. Os fatos se impõem aos esquemas teóricos pré-estabelecidos”.

No entanto, a literatura compilada neste trabalho aponta que os procedimentos de recuperação seguem princípios fundamentais e são construídos à medida que se faz o *turnaround*.

Usualmente, o processo de recuperação passa pela reestruturação financeira da empresa, pela revisão de sua estratégia, pela modernização de seus processos operacionais e de suporte e, também, pela readequação de sua estrutura organizacional e de seu modelo de negócio. Desta forma, os *turnarounds* produzem alterações na estrutura de capital, no *portfólio* de ativos e, conseqüentemente, no valor econômico da organização.

Para um ordenamento mais adequado do estudo das alternativas de ações de reestruturação, esta tese traz alguns resultados de pesquisas sobre o tema e depois apresenta algumas possíveis medidas, subdividindo-as por sua respectiva natureza: estratégica, operacional ou organizacional e financeira, de acordo com o critério de classificação de riscos adotado pela Deloitte (2005b) na pesquisa sobre as principais causas de destruição de valor nas empresas.

Por sua vez, John *et al.* (1992) realizaram uma pormenorizada pesquisa sobre reestruturação de grandes empresas nos Estados Unidos e demonstraram quais foram as ações de reorganização mais adotadas pelas mesmas, quando enfrentaram queda forte de performance. Os resultados estão expostos no quadro a seguir.

Quadro 4 – Respostas adotadas para a queda de performance

Políticas de Contração	(%)
Venda de ativos, negócios ou subsidiárias	63%
Redução de funcionários	43%
Redução de dívida	39%
Ênfase no <i>core business</i>	28%
Fechar fábricas e escritórios	26%
Cortar salários	20%
Reduzir capacidade instalada	11%
Reduzir investimentos de capital	4%
Políticas de Expansão	(%)
Revisão da estratégia de aquisição de matérias primas	26%
Introduzir novos produtos	24%
Entrar em novos mercados	15%
Aumentar a alavancagem financeira	9%
Diversificar	9%
Emitir ações	7%
Produção e Estrutura Gerencial	(%)
Eficiência e modernização do processo produtivo	24%
Parceiras e <i>joint ventures</i>	13%
Troca da estrutura gerencial	13%
Transferir a produção para o exterior	9%
Alteração das políticas de estocagem	7%
Outras	(%)
Troca de foco (<i>mix</i> produto-mercado)	20%
Solicitar regulamentação governamental	17%
Melhora de qualidade	11%

Fonte: Adaptado de John *et al.* (1992, p. 901)

Confirma-se, assim, que os processos de reestruturação podem ter em seu escopo medidas de natureza estratégica, organizacional e financeira.

6.5.1 Ações de natureza estratégica

As reestruturações de natureza estratégica procuram reavaliar a essência do negócio, ou seja, analisar a razão de existir desta empresa, seu *core business*, suas vantagens competitivas, suas competências essenciais, seus direcionadores de valor, seu posicionamento estratégico, seu estágio do ciclo de vida e de seu *portfólio* de produtos e serviços, sua capacidade de enfrentar a concorrência etc., com o objetivo de estabelecer um novo direcionamento estratégico ou de excelência para a companhia, criando diferenciais que sejam reais, duradouros e sustentáveis.

O diagnóstico efetuado é o ponto de partida para a reestruturação. No entanto, de acordo com Slatter e Lovett (1999), características da indústria onde a empresa compete, como a taxa de crescimento médio, natureza do produto, grau de segmentação do mercado, poder de barganha de clientes e fornecedores, mudanças tecnológicas etc. têm forte influência na reformulação de sua estratégia. Para os autores, a natureza do produto pode influenciar a seleção de certas estratégias de recuperação, como por exemplo, produtos menos diferenciados e mais sensíveis a preço tornam mais difíceis a adoção de estratégias de foco no produto, com aumento de preços. Já um mercado altamente segmentado proporciona à empresa uma maior oportunidade para desenvolver uma estratégia mais focada em sua relação produto/mercado. Por sua vez, quanto maior o desenvolvimento tecnológico, maior será o volume de recursos necessários para a empresa retornar a uma posição competitiva, enquanto o poder de barganha de consumidores e fornecedores afeta a sua capacidade de aumentar preços ou reduzir custos.

Assim, o novo planejamento estratégico deve analisar as oportunidades e as necessidades do mercado consumidor e a vocação da empresa, ponderando seus fatores críticos de sucesso e de seus concorrentes, pois, talvez, uma mudança de estratégia mais agressiva possa demandar que a empresa tenha ou desenvolva as competências para tanto.

Estas ações são vitais. Lewis (1990) alerta que mais de 50% das reestruturações empresariais ocorridas nos Estados Unidos a partir da década de 80 falharam em criar valor ao acionista, porque foram tímidas na revisão de sua abordagem estratégica.

6.5.2 Ações de natureza operacional ou organizacional

Reestruturações operacionais enfatizam, via de regra, incrementos de receita, reduções de custo e de ativos ou uma combinação de esforços, especialmente visando a uma utilização

mais eficiente dos recursos da empresa. Desta forma, as ações de natureza operacional ou organizacional procuram melhorar a maneira como a empresa conduz os seus negócios e a sua eficiência operacional, por meio de ganhos de produtividade, da melhora do planejamento e controle de produção, do aprimoramento da sincronia interna entre suas diversas áreas, ou ainda, redesenhando seus processos internos de negócio e de suporte, reavaliando sua equipe de colaboradores, enxugando a estrutura organizacional e seus vários níveis hierárquicos, fortalecendo sua função financeira e os seus controles correlatos, implantando instrumentos como: orçamentos, fluxo de caixa, contabilidade gerencial, dentre outras medidas.

Estas ações internas têm, predominantemente, um caráter saneador, procurando identificar desperdícios e reavaliando o equilíbrio entre a capacidade produtiva e o efetivo volume de produção da empresa, apurando eventuais ociosidades ou, mesmo, o excesso de *overtime*⁹¹.

Outra ação de natureza organizacional e fundamental para controle gerencial da empresa é a implementação de sistemas de informação, dando credibilidade e funcionalidade aos mesmos.

Medidas operacionais ou organizacionais muito comuns podem ser: a atualização tecnológica, a venda de ativos⁹², o fechamento de unidades estratégicas de negócios, de filiais, de lojas ou de centros de distribuição deficitários, a rescisão de contratos, o corte de *finge benefits*⁹³, a terceirização de atividades não essenciais, as políticas de combate a retrabalhos e desperdícios, uma gestão rigorosa de estoques, dentre outras.

6.5.3 Ações de natureza financeira

A função financeira tende a exercer um papel central nos processos de recuperação de empresas em crise, não apenas por gerenciar a liquidez e assegurar sua sobrevivência, mas também por prover informações para o diagnóstico e o monitoramento do *turnaround*.

Segundo Schendel *et al.* (1976), dependendo da crise de caixa e independente das origens dos problemas, a reestruturação financeira pode ter início ainda na fase de análise e formulação do

⁹¹ Tradução: trabalhos extraordinários, fora do horário inicialmente previsto.

⁹² Lang *et al.* (1992) enfatizam que somente a venda de ativos, ainda que possa vir a ser uma importante ferramenta para recapitalizar a empresa, dificilmente será suficiente para reverter a situação.

⁹³ Tradução: são benefícios adicionais, além do salário concedido aos executivos da organização, como planos de saúde, automóveis, residência etc.

plano e permear todo o *turnaround*. Já para Slatter e Lovett (1999), a reestruturação financeira ocorre em duas etapas: um plano de sobrevivência no curto prazo e a reorganização financeira de longo prazo, com reflexos em sua estrutura de capital.

Para um ordenamento mais claro, este trabalho subdivide as ações de natureza financeira na recuperação de empresas em três focos distintos: a) a preservação da liquidez ao longo do *turnaround*, b) a redefinição das fontes de financiamento e da estrutura de capital da empresa e c) o fornecimento de informações para a tomada de decisões.

a) Preservação da liquidez e viabilização financeira do *turnaround*

Ross *et al.* (1995) enfatizam muito que, em uma situação de crise, o planejamento financeiro da empresa deve se preocupar com o curtíssimo prazo, ou seja, com a preservação do capital de giro e a sobrevivência da empresa. Neste sentido, esta fase de emergência tem que estabilizar o fluxo de caixa no curto prazo para manter as atividades operacionais da empresa e aliviar a pressão dos *stakeholders*. Para tanto, além de um rigoroso controle das saídas de caixa, a organização deve adotar outros procedimentos como: centralizar toda a liquidez em sua tesouraria principal, restringir as políticas de crédito, atacar a inadimplência de clientes, diminuir a imobilização dos ativos, buscar um maior equilíbrio financeiro entre seus ativos e passivos, reduzir os impactos da sazonalidade no capital de giro, dentre outros, sempre com o objetivo de maximizar a possibilidade de pagamento a todos os *stakeholders*.

Outras medidas financeiras consistem em procurar reduzir o ciclo financeiro da empresa, com o objetivo de atenuar as suas necessidades de investimento em capital de giro, diminuir os encargos financeiros, preservar os seus limites de crédito e reduzir os custos de transação.

Alguns aspectos fundamentais para a sobrevivência da empresa estão no reescalonamento de seus prazos de pagamento e no refinanciamento de suas dívidas, readequando o fluxo de pagamento dos passivos da empresa à sua capacidade de geração de caixa, de forma que a devedora volte a ter recursos para honrar suas obrigações nos respectivos vencimentos. No entanto, é superficial imaginar que a recuperação se limita a negociações financeiras. Esta é uma etapa importante, mas que somente se justifica quando a devedora é capaz de convencer as partes envolvidas de que vale a pena apostar em seu negócio. Caso contrário, será apenas o prolongamento da agonia.

O alongamento no perfil da dívida por meio da renegociação do passivo vencido ou a vencer, com a concessão de prazos maiores e/ou com taxas de juros menores, embora não seja a melhor alternativa para os credores, pode ser a menos onerosa, podendo ampliar as chances de recebimento e contribuir para o relacionamento de confiança entre as partes. Para a empresa em dificuldades financeiras, esta renegociação representa um alívio imediato e uma condição mais adequada para continuidade das operações. Os credores financeiros também podem aproveitar esta oportunidade para solicitar reforços de garantias e uma maior segurança jurídica em seus contratos de crédito, visando a dificultar eventuais questionamentos judiciais futuros por parte dos devedores, muitas vezes meramente protelatórios.

Outra alternativa está na transferência parcial ou integral do controle acionário e legal da companhia aos seus credores ou a terceiros, por iniciativa dos seus próprios sócios. Esta forma de reestruturação tende a ser mais utilizada quando a empresa está em situação pré-falimentar e pode ser a melhor maneira de minimizar os prejuízos.

Grinblatt e Titman (2005) lembram que a estrutura de capital perseguida nos períodos iniciais da reestruturação financeira não é norteadada por objetivos de otimização, mas pela melhor alternativa possível que possa ser viabilizada, com base no critério de que os compromissos de desembolsos originados do passivo reestruturado sejam compatíveis com a capacidade de geração de recursos pelo ativo operacional.

Mais um ponto importante nesta fase inicial pode estar na necessidade de novos recursos financeiros para viabilizar a implementação do processo de recuperação, uma vez que, em função das rescisões contratuais – trabalhistas e comerciais – e de outras medidas necessárias, o déficit de caixa se acentua no início do *turnaround*. Além disto, possíveis restrições de capital retardam investimentos importantes e, conseqüentemente, a recuperação da empresa.

Em teoria, há várias fontes possíveis de novos recursos para financiar a recuperação como: aportes de capital pelos sócios remanescentes, entrada de novos sócios, outros empréstimos, venda de ativos ou a própria geração de caixa da empresa durante um período de carência nos pagamentos. Entretanto, na prática, é difícil atrair novos investidores e recursos adicionais para a empresa em recuperação, seja porque o risco é percebido como muito alto seja porque existe a possibilidade de contaminação destes recursos novos com os problemas antigos. Deve-se considerar, também, que, nesta fase, as empresas em crise financeira, geralmente, já

estão com altos débitos junto ao setor bancário, o que restringe ainda mais a entrada de recursos.

Como mencionado no capítulo três, a nova Lei de Recuperação de Empresas e de Falências criou um estímulo para este capital novo, já que os créditos concedidos durante o período de recuperação judicial passaram a ter tratamento preferencial em caso de falência. Contudo, ainda não há estímulos na nova lei para novos recursos sob forma de capital social ou para a compra de dívidas antigas. Kanitz (1978) reconhece a importância do novo capital, mas alerta que novos empréstimos, por si só, podem retardar uma falência, mas não conseguirão evitá-la.

b) Redefinição das fontes de financiamento e da estrutura de capital da empresa

Ao longo do *turnaround* e após o alívio das pressões iniciais, a empresa devedora deve estar mais fortalecida e precisa consolidar sua reestruturação financeira, negociando em condições mais favoráveis e, possivelmente, substituindo dívidas antigas por outros instrumentos mais líquidos ou menos onerosos.

Nesta fase, alguns instrumentos potencialmente viáveis são: debêntures, fusões e aquisições, fundos de *private equity*, reestruturações societárias, aportes de capital, dentre outros, visando a reduzir o custo de capital, liberar garantias e permitir o efetivo retorno ao crescimento. Nesta segunda etapa, o objetivo da reorganização financeira passa a ser alcançar uma estrutura de capital ótima, que dê suporte às estratégias da empresa. Mas é importante ressaltar que o pleno restabelecimento da liquidez e a estabilidade financeira de longo prazo dependerão, fundamentalmente, do êxito do processo de recuperação, pois, como lembra Damodaran (2004), a dificuldade de uma empresa em conseguir um retorno sobre seus investimentos que seja compatível com seu custo de capital, restringe sua capacidade de manter os recursos para investimentos futuros e para levantar mais capital.

Altman (1993) afirma que a comunidade financeira internacional vem demonstrando um interesse crescente no mercado secundário de títulos de dívida e de propriedade de empresas em crise, o que contribui para esta consolidação da reestruturação financeira. O autor aponta que, nos Estados Unidos, as aquisições alavancadas, os investidores de risco e os fundos de

investimento especializados⁹⁴ vêm reduzindo significativamente as imperfeições do mercado, provendo liquidez aos títulos e, muitas vezes, assegurando a reabilitação da empresa.

Essas ferramentas começam vagarosamente a ser introduzidas no Brasil, mas a falta de um mercado secundário consolidado para a negociação de títulos de dívida em *distress* ainda é um obstáculo a ser vencido. Outra solução possível poderia estar na criação de instrumentos financeiros mais inovadores, que possibilitassem melhorar a liquidez das empresas em reestruturação como: certificados de reestruturação, cédulas de refinanciamento de ativo fixo, participação no capital social de natureza especial, bônus de créditos tributários, dentre outros.

c) Fornecimento de informações para a tomada de decisões

De acordo com Sousa (2002), a função financeira não deve ser apenas mecanicista e disciplinadora, mas estratégica e de orientação, fornecendo informações confiáveis para tomada de decisões da empresa em si e de suas unidades de negócios.

Este papel ganha importância em processos de recuperação de empresas em crise financeira, não apenas no fornecimento de informações seguras para que o diagnóstico empresarial possa identificar todos os seus problemas, mas também no monitoramento dos resultados obtidos com o *turnaround* e no acompanhamento por parte dos *stakeholders* dos *covenants* estabelecidos no plano de recuperação aprovado.

6.6 Prevenção de crises

Queiroz (2004) reafirma que as crises empresariais não ocorrem repentinamente e que suas causas fundamentais encontram-se presentes na empresa durante um longo período de tempo. Walker (1994) reforça que a falência é um evento que ocorre aos poucos e que as sementes de tal insucesso são plantadas anos antes. Kanitz (1978) concorda que os primeiros sintomas de uma insolvência surgem muito antes que ela se concretize e lembra que é possível identificar aquelas empresas que têm maiores possibilidades de falir em um futuro não muito distante.

⁹⁴ Estes fundos são chamados de *vulture funds* ou fundos abutres, uma espécie de *hedge fund* especializado em empresas em *distress*, que, conforme Platt (1998), compram os títulos em momentos de crise, visando a adquirir o controle da empresa a um custo baixo.

Assim, como já assinalado nesta tese, freqüentemente, as empresas manifestam sintomas de dificuldades muito antes da crise financeira se instalar; mas nem sempre a gestão dá a devida atenção a estes sinais, permitindo que o problema original se desenvolva e consuma reservas e tempo que farão falta no processo de recuperação, uma vez que poucas vezes há espaços para erros ou uma segunda oportunidade de *turnaround*.

Salienta-se que, se a dificuldade financeira for previsível, a estrutura de governança da empresa tem a obrigação de adotar posturas preditivas e preventivas, com mecanismos de monitoramento que auxiliem na percepção dos primeiros sintomas dos problemas atuais e futuros, permitindo a antecipação de soluções antes que a empresa seja afetada.

Para tanto, o amadurecimento gerencial da companhia e uma conseqüente sistematização de seus controles internos visam a criar soluções endógenas para que os mesmos problemas não voltem a ocorrer, reduzindo a possibilidade de novas deteriorações, pois mantém os gestores em alerta para os sinais de tendência de declínio e sobre quaisquer desempenhos econômicos e financeiros abaixo dos desejados.

Bancos e credores também podem ser agentes importantes neste processo de prevenção, visto que possuem equipes profissionais preparadas e especializadas para a identificação destes sinais, podendo contribuir de forma pró-ativa com estudos independentes.

Queiroz (2005) afirma ser inquestionável a necessidade de agir preventivamente e estar atento aos primeiros sintomas, visto que esta é, certamente, a alternativa mais eficaz e econômica. Os sinais que auxiliam na prevenção de crises são chamados no ambiente empresarial de *red flags* ou bandeiras vermelhas. São alguns exemplos de *red flags*:

- ❑ quedas de desempenho agudas e contínuas;
- ❑ crescimento da capacidade ociosa;
- ❑ incertezas quanto à necessidade de caixa a curto prazo;
- ❑ deterioração do capital de giro;
- ❑ redução de linhas de crédito;
- ❑ excesso de alavancagem;
- ❑ crescimento muito acelerado.

Para identificar os *red flags* adequados para cada empresa, é fundamental conhecer a sua atividade e o seu setor de atuação, além de dotá-la com controles internos que monitorem tais riscos e analisem de forma contínua todas as transações financeiras, verificando possíveis anomalias e as frequências estatísticas das principais ocorrências.

Segundo Guatri (1995), se os sinais de declínio forem percebidos com a devida antecedência, existe a possibilidade de intervenção de forma preventiva, antes que a situação se deteriore e que seja necessário um *turnaround*, conforme ilustra a figura abaixo.

Figura 23 – Processo de declínio e prevenção de crises

Fonte: Adaptado de Guatri (1995, p.92)

São exemplos de algumas medidas que podem ser adotadas para monitoramento e, sobretudo, para a prevenção de crises:

- ❑ comprometimento, acordos de acionistas e regras de conduta entre sócios;
- ❑ programas de formação de sucessores;
- ❑ estruturação de critérios claros e compatíveis para remuneração dos sócios;
- ❑ profissionalização da gestão e meritocracia;
- ❑ adoção de uma gestão pró-ativa e controlada, com uma estrutura de governança atuante;
- ❑ atribuição de metas, limites e responsabilidades;
- ❑ aprimoramento constante dos recursos humanos;

- ❑ acompanhamento da cultura e do clima organizacional;
- ❑ programas de retenção de talentos e incentivo ao desenvolvimento profissional;
- ❑ programas de remuneração variável;
- ❑ preocupações com desperdícios;
- ❑ sistematização dos controles internos e uso da tecnologia de informação;
- ❑ controles rígidos de custos e criação de painéis de controle financeiros, não financeiros, de mercado, qualitativos, contábeis, econômicos etc.;
- ❑ apuração precisa dos resultados e premiação pelos mesmos;
- ❑ estudos minuciosos para análise de viabilidade de novos investimentos;
- ❑ foco na geração de caixa livre operacional e a definição do caixa como uma prioridade para a organização, dentre outros.

Rappaport (2006) recomenda, ainda, dez princípios básicos de governança que, certamente, podem alinhar interesses e contribuir para um melhor desempenho econômico da organização e para a prevenção de eventuais dificuldades financeiras. São eles:

- ❑ não gerenciar o lucro, pois isto pode estimular a prática de malabarismos contábeis, além de não orientar as decisões da gestão para a criação de valor no longo prazo;
- ❑ tomar decisões estratégicas que devem buscar maximizar o fluxo de caixa no longo prazo; os executivos devem sempre questionar qual a suscetibilidade do valor a mudanças na dinâmica competitiva e em premissas sobre o ciclo de vida de tecnologias, ambiente regulatório e outras variáveis relevantes;
- ❑ fazer aquisições que maximizem o valor esperado, ainda que o lucro no curto prazo seja menor;
- ❑ manter apenas ativos que maximizem o valor, nos quais a empresa tenha vantagens comparativas;
- ❑ devolver capital aos acionistas, quando não houver oportunidades de investimentos factíveis no negócio;
- ❑ premiar altos executivos por gerar retornos superiores no longo prazo;
- ❑ premiar executivos de divisões operacionais por criar valor superior por vários anos;
- ❑ premiar gerentes de nível médio e o pessoal de linha de frente por um desempenho superior nos principais direcionadores de valor sob sua influência direta;
- ❑ exigir que os altos executivos assumam os riscos dos investimentos tanto quanto os acionistas; e,
- ❑ ter transparência, ou seja, dar aos investidores informações relevantes para o valor.

Rappaport (2006) ressalta que muitos executivos, em detrimento do valor, podem privilegiar o lucro de curto prazo, postergando ou evitando investimentos de longo prazo para cumprir suas metas trimestrais. Para o autor, a empresa que se fixa em indicadores de desempenho de curto prazo está fadada ao insucesso, pois se concentra excessivamente nos negócios correntes e não na exploração de novas frentes para um horizonte maior. Com isso, há uma tendência de desaceleração do crescimento e erosão das margens de lucro do *core business*. Assim, segundo Rappaport (2006), somente a verdadeira ênfase no valor para os acionistas sustenta a sobrevivência da empresa e sua estratégia de crescimento no longo prazo.

Como demonstrado ao longo deste referencial teórico, qualquer processo de recuperação deve conter em seu escopo a implantação de ações que fortaleçam a função financeira da empresa, propiciando aos seus gestores ferramentas úteis e confiáveis para medir, controlar e gerenciar o desempenho dos negócios sob sua responsabilidade.

Apesar da reconhecida importância do monitoramento qualitativo e quantitativo, os aspectos humanos da organização também não podem ser negligenciados. Está evidente na sociedade do conhecimento que, cada vez mais, as pessoas fazem a diferença. Quando uma empresa possui um corpo de colaboradores comprometidos, reconhecidos, motivados e devidamente remunerados, eles terão o incentivo necessário para perpetuar esta instituição, buscando um adequado equilíbrio entre controle e flexibilidade, identificando o momento do ciclo de vida desta organização e trabalhando na concepção de novas fases de prosperidade, antes que a atual entre em declínio. Mais uma vez, a analogia à medicina é valiosa e esclarecedora quando, por meio de seus estudos de saúde pública, orienta que as medidas profiláticas⁹⁵ são sempre menos dolorosas, mais rápidas, mais baratas e muito mais eficazes do que as medidas terapêuticas.

⁹⁵ Medidas profiláticas, em medicina, são aquelas que visam a prevenir o aparecimento e o desenvolvimento de doenças.

7 A PESQUISA

7.1 Metodologia da pesquisa

7.1.1 Configuração da pesquisa

A pesquisa se faz necessária sempre que não há elementos suficientes para responder a determinado problema, ou ainda, quando as informações disponíveis não se encontram organizadas e relacionadas adequadamente com ele. Acredita-se que as duas situações apresentadas acima estão presentes e justificaram a elaboração deste procedimento investigativo.

Para atingir os objetivos – gerais e específicos- que se propôs, esta pesquisa aplicou métodos científicos, visando a conectar dados empíricos às questões iniciais de estudo, em uma sequência ordenada que permitisse chegar a conclusões. Dessa forma, as idéias conceituais foram submetidas à verificação e inter-relacionadas de maneira lógica, procurando manter a coerência metódica e sistemática da investigação, contribuindo para a construção do conhecimento científico. Esta tese desenvolveu um estudo com características descritivas e exploratórias.

A pesquisa demonstra sua natureza descritiva, ao adotar procedimentos metodológicos a partir de questões investigativas bem definidas e trabalhar com grupo determinado – as empresas em dificuldades financeiras – conforme suas características próprias, buscando descrevê-lo, compreendê-lo e analisá-lo em suas diversas inter-relações. Trata-se, também e por corolário, de um estudo explicativo que, de acordo com Gil (1987), permite ao investigador identificar fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência de fenômenos.

O estudo não deixa de ter traços exploratórios, na medida em que buscou auxiliar o pesquisador a compreender melhor uma situação ou um comportamento, descobrindo idéias, unificando conceitos que estavam dispersos, ampliando o conhecimento sobre o fenômeno: processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras e, assim, colaborando para novos projetos de pesquisa.

Como um dos objetivos desta pesquisa é contribuir para o desenvolvimento de um modelo preliminar que sirva de referência e ajude a estruturar processos de recuperação de empresas em dificuldade financeira, o estudo exploratório mostra-se adequado, pois se torna necessário identificar e conhecer novas variáveis que possam caracterizar e influenciar essa realidade.

7.1.2 Procedimentos metodológicos da pesquisa qualitativa

Na perspectiva de alcançar os objetivos propostos, esta tese optou por uma pesquisa com abordagem qualitativa, pois busca conhecer um processo, procurando entender melhor como especialistas estabilizam uma empresa em dificuldades financeiras, como diagnosticam e identificam as verdadeiras causas dos problemas enfrentados, como concebem um projeto de *turnaround* e como o implementam, superando as dificuldades inerentes, os potenciais conflitos de interesse presentes e as prováveis resistências encontradas.

A opção pela pesquisa qualitativa se deu também por reconhecer que nas ciências sociais e humanas a mutabilidade dos fenômenos se dá de forma quase imprevisível, em função de sua complexidade, de suas contradições, de sua originalidade e mesmo por conta das interações pessoais dos sujeitos que os vivenciam. A possibilidade de trabalhar com a análise de conteúdo – recorrência dos dados qualitativos coletados – pareceu contemplar devidamente os objetivos a que esta tese se propôs, especialmente na identificação de fatores que determinam ou contribuem para a recuperação dessas empresas. Tratou-se, portanto, de uma busca para avançar na compreensão de um dado fenômeno, trabalhando com temas complexos e ainda não correlacionados, na direção de produzir conhecimento original.

Uma pesquisa qualitativa permite, ainda, não apenas a ação investigativa – pesquisa pura –, quando se consegue novas compreensões, ampliando o conhecimento sobre determinado assunto, como possibilita uma ação de caráter interventivo – pesquisa aplicada –, o que atende ao solicitado nos objetivos, caracterizada pelo fato de seus resultados poderem ter aplicação imediata, além de se constituir em um estudo sistemático, motivado pela necessidade de resolver problemas concretos. Cooper e Schindler (2003) ressaltam a importância da pesquisa em administração que forneça informações que orientem as decisões empresariais, cujo valor é inerente à medida que ajuda a gestão a tomar melhores decisões.

Por característica, uma pesquisa qualitativa não procura enumerar ou medir os eventos estudados e não emprega instrumental estatístico na análise dos seus dados, mas objetiva compreender fenômenos, segundo a perspectiva dos participantes da situação em estudo. A pesquisa qualitativa aqui aplicada permitiu ainda a identificação de variáveis novas que poderiam não ser do conhecimento do pesquisador, possibilitando a formulação de teorias. Como já mencionado, ela objetivou identificar e compreender quais são as variáveis que mais contribuem para o êxito de um processo de recuperação de uma empresa em dificuldades financeiras, tentando identificar “como” e “por que” estas variáveis contribuem, coletando elementos que permitissem a validação de um modelo de referência.

Minayo (2006) reforça que a pesquisa qualitativa visa a compreender a lógica interna de grupos, instituições e atores. A autora também reforça a importância do pesquisador como um relevante instrumento de trabalho em investigações desta natureza. Por esta razão, foi condição, *sine qua non*, para que a pesquisa pudesse atingir os objetivos a que se propôs, que o pesquisador estivesse preparado e possuísse embasamento teórico sobre o tema, além de dominar com suficiente habilidade a técnica da entrevista.

Para Parga Nina *et al.* (*apud* MINAYO, 2006, p. 57), “as abordagens qualitativas se conformam melhor a investigações de grupos e segmentos delimitados e focalizados, de histórias sociais sob a ótica dos atores, de relações e para a análise de discursos e documentos”. Mas a própria Minayo (2006) reitera a importância pela busca da compreensão em profundidade, evitando o que ela chama de empirismo ingênuo de muitos estudiosos que transformam opiniões e crenças variáveis em verdades, evidenciando uma possível incapacidade de realizar análises contextualizadas, fundamentadas e elaboradas teoricamente.

Em suma, os procedimentos metodológicos estiveram voltados não apenas para a pesquisa bibliográfica e documental, mas, especialmente, para uma pesquisa empírica, mediante entrevistas com reconhecidos profissionais recuperadores de empresas em crise financeira e com outros importantes agentes envolvidos neste processo.

7.1.3 Estratégia de coleta de dados

Como estratégia de coleta de dados, a técnica utilizada foi a entrevista individual e em profundidade, predominantemente, com profissionais dotados de ampla experiência prática na atividade em estudo.

De acordo com Quinn Patton (1990), a entrevista em profundidade é a técnica mais adequada quando se pretende revelar informações sobre assuntos mais complexos, quando se busca entender em detalhes um processo ou quando o universo da pesquisa é composto por *experts* profissionais. As três circunstâncias estão presentes nesta tese.

Todas as entrevistas foram conduzidas pelo próprio pesquisador, com base em um formulário de pesquisa semi-estruturado que se encontra no apêndice B desta tese.

A opção pela técnica de entrevista pessoal deveu-se também à grande flexibilidade que a mesma fornece ao pesquisador na obtenção das informações, além de permitir uma melhor interação com entrevistado por meio de um diálogo orientado.

A partir do referencial teórico, foi possível identificar fatores que poderiam contribuir para o processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras e, assim, organizar um roteiro de pesquisa semi-estruturado e flexível, com perguntas abertas, onde o entrevistado era estimulado a dar respostas mais completas e espontâneas, e por perguntas mais fechadas. Seguindo as recomendações de Minayo (2006), o instrumento semi-estruturado pode combinar perguntas fechadas e abertas, onde o interlocutor tem a possibilidade de discorrer e se aprofundar sobre o tema em questão sem se prender demasiadamente à indagação formulada.

Portanto, o instrumento elaborado cumpriu o papel de guia e nunca de obstáculo, permitindo flexibilidade nas entrevistas, uma vez que era impossível prever todas as situações do trabalho de campo. O roteiro desdobrou as diversas variáveis consideradas essenciais em tópicos que contemplaram a abrangência das informações esperadas. Tais tópicos funcionaram como lembretes e diretrizes, servindo de orientação para ampliar a interlocução e a conseqüente coleta de dados.

Essa possibilidade vem ao encontro de Minayo (2006), quando a autora diz que o roteiro de investigação pode e deve ser modificado durante o processo interativo, sempre que o investigador perceber que determinados temas não previstos estão sendo colocados por seus interlocutores e apresentando-se como de elevada significância para eles.

As entrevistas foram realizadas no período compreendido entre maio e novembro de 2007, no local de trabalho de cada um dos profissionais convidados. Com prévia autorização, elas foram gravadas em arquivos eletrônicos padrão MP3.

Previamente à realização de cada entrevista, foram enviadas aos entrevistados as seguintes informações, contidas em uma carta-convite (Apêndice A):

- ❑ apresentação da instituição credenciadora e do pesquisador;
- ❑ apresentação da pesquisa, seus objetivos e interesses;
- ❑ justificativa da escolha do entrevistado; e
- ❑ garantia de anonimato e de sigilo.

Para assegurar o rigor científico da investigação, após a realização das entrevistas, os arquivos eletrônicos foram integralmente transcritos pelo pesquisador, tendo sido elaborado um relatório resumo individual para cada entrevista efetuada. Todos estes relatórios foram encaminhados aos respectivos profissionais para validação de seus termos e da perfeita compreensão das idéias expostas, além de obter autorização para uso das informações neles contidas, sempre respeitando o termo de caráter confidencial que regeu cada entrevista.

7.1.4 A amostra da pesquisa

Conforme Minayo (2006), a amostragem em pesquisas qualitativas merece comentários especiais, pois envolve o problema de escolha do grupo a ser entrevistado. Para a autora, deve-se sempre buscar o critério da representatividade, visto que o pesquisador tem que se preocupar menos com a generalização dos conceitos teóricos e mais com o aprofundamento, a abrangência e a diversidade no processo de compreensão.

Assim, o critério utilizado para esta pesquisa não foi numérico, embora o pesquisador acredite que a delimitação dos profissionais selecionados tenha sido suficiente para o trabalho que se propôs. Para Minayo (2006), pode-se considerar uma amostra qualitativa ideal, aquela que

reflita a totalidade das múltiplas dimensões do objeto estudado. Para tanto, a pesquisa deve privilegiar os sujeitos sociais que detêm os atributos que o investigador pretende conhecer e considerar um número suficiente de interlocutores, permitindo a complementaridade e a reincidência das informações, seguindo o critério da saturação, quando o pesquisador se assegura de que conseguiu compreender a lógica interna do processo em estudo.

O universo de estudo desta pesquisa é composto por reconhecidos profissionais especialistas em recuperação de empresa em dificuldades financeiras no Brasil e por outros importantes agentes envolvidos neste processo. Por conseguinte, a amostra extraída foi intencional e não aleatória, tendo sido formada de acordo com os critérios de neutralidade e imparcialidade, respeitando a disponibilidade dos pesquisados em conceder a entrevista regida por pacto de sigilo e confidência, para todos os dados e informações aos quais devem ser atribuídas essas condições, conforme os mais altos padrões ético-profissionais.

Trata-se de uma amostra cuja representatividade decorre da qualidade, experiência, reputação e credibilidade dos sujeitos participantes da pesquisa, tendo em vista, inclusive, a abordagem de cunho qualitativo, já declarada oportunamente neste trabalho.

É importante que os entrevistados obedeçam ao critério seletivo de ampla experiência profissional nesta área, pois gerir e reorganizar uma empresa em condições de insolvência requer conhecimentos, habilidades e atitudes diferentes daquelas demandadas por empresas estáveis financeiramente, devendo ser, portanto, profissionais habilitados a lidar com crises financeiras, compromissados, além de conhecedores de leis.

Para liderar processos de recuperação de empresas com problemas financeiros são necessárias habilidades multidisciplinares, não apenas em função da complexidade das situações de crise, mas, sobretudo, em função das infinitas possibilidades de problemas e soluções que podem ser encontrados e que podem direcionar a empresa à recuperação ou à falência.

A amostra dos conceituados profissionais que participaram desta pesquisa está apresentada no quadro 5 a seguir. Como pode ser observado, foram entrevistados outros três ex-gestores de empresas que recentemente enfrentaram graves dificuldades financeiras e foram submetidas a profundos *turnarounds*, mas que solicitaram absoluto sigilo sobre seus nomes e de suas organizações, por isso suas qualificações estão descritas em separado.

Quadro 5 - Profissionais e empresas que participaram da pesquisa

Profissional	Cargo	Empresa	Atuação
Antônio Cardoso TORO	Sócio - <i>Business Recovery Services</i>	PriceWaterhouseCoopers	Consultor
Cristiana FERRAZ	<i>Vice President - Emerging Markets</i>	Lehman Brothers	Investidor e Credor
Eduardo GOMIDE	<i>Managing Director - Regional Head</i>	Kroll	Consultor
Fabio B. ASTRAUSKAS	Sócio	Siegen	Consultor
Gestor 1	Vice Presidente	n/d	Gestor
Gestor 2	Diretor Financeiro	n/d	Gestor
Gestor 3	Diretor Financeiro	n/d	Gestor
Glauco ABDALA Lima	Sócio	Galeazzi & Associados	Consultor
Humberto TOGNETTI Jr.	Sócio	PriceWaterhouseCoopers	Consultor
James Thurston LYNCH	Diretor Gerente	Phoenix - Strategic Financial Advisors	Consultor
Jorge QUEIROZ	<i>Chairman</i>	IBGT - Inst. Bras. Gestão e Turnaround	Consultor
José BACELLAR	<i>CEO</i>	Ex-Bombril e McKinsey & Co.	Gestor e Consultor
Keyler Carvalho ROCHA	Professor	FEA-USP	Adm. Judicial
Luis de LUCIO	<i>Senior Director</i>	Alvarez & Marsal	Consultor
Luis VASCO Elias	Gerente - <i>Corporate Finance</i>	Deloitte Touche Tohmatsu	Consultor
Luiz Fernando Valente de PAIVA	Sócio	Pinheiro Neto Advogados	Advogado
Marcelo NOBRE	Sócio	Advocacia Prof. Freitas Nobre	Adm. Judicial e Advogado
Nelson de Sampaio BASTOS	Sócio	Íntegra Associados	Consultor
Paulo SHINOHARA	Sócio	BDO Trevisan	Consultor
Pedro Paulo de CAMPOS	Sócio	Angra Partners	Investidor e Consultor
Renato Luiz de Macedo MANGE	Sócio	Renato Mange Advogados Assoc.	Advogado
Richard DOERN	Sócio	Richard Doern Associates	Consultor
Salvatore MILANESE	Sócio - <i>Restructuring Services</i>	KPMG	Consultor
Sergio Dutra de ALMEIDA	<i>Senior Manager</i>	Ernest & Young	Consultor
Sergio PINHEIRO	<i>Senior Vice President</i>	Stern Stewart & Co.	Consultor

Fonte: Elaborado pelo autor

O gestor 1 foi sócio e diretor executivo por mais de vinte anos de uma empresa de médio porte, localizada na cidade de Santos – SP, sociedade anônima de capital fechado, com mais de setenta anos de existência e sempre atuando no setor de saúde. Esta empresa sobreviveu a uma séria crise financeira, chegando a ser aconselhada por seus advogados e auditores a entrar com pedido de autofalência. Após um vigoroso e vitorioso *turnaround*, ela foi recuperada, vendida e ainda se mantém entre as líderes de mercado em sua região.

O gestor 2 foi diretor financeiro e é sócio de um grupo empresarial de médio porte, com sede em São Paulo – SP e filiais nas cidades de Santos, Guarulhos, Ribeirão Preto e Paranaguá. As empresas que compõem este grupo também são sociedades anônimas de capital fechado, que atuam nas áreas de comércio exterior, transportes, logística intermodal e terminais portuários e retro-portuários. Este grupo de capital familiar e com mais de sessenta anos de vida sobreviveu após a mais grave crise financeira de sua história, que o levou a promover profundas reestruturações societárias, estratégicas, administrativas, operacionais e financeiras.

O gestor 3 atuou na empresa por mais de vinte anos, onde foi diretor financeiro no auge de sua crise, sendo um dos responsáveis pelo seu *turnaround*. Na época da reestruturação, esta empresa tinha sua sede em São Paulo – SP e filial em Cubatão, sendo ainda uma sociedade anônima de capital aberto, com suas ações negociadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. Após mais de seis anos de uma difícil recuperação, esta empresa, que atua nos setores siderúrgico e portuário, é reconhecida em sua comunidade por sua responsabilidade social, sustentabilidade e vem atingindo níveis recordes de rentabilidade.

7.1.5 Tratamento dos dados e análise das informações coletadas

Esta pesquisa foi conduzida objetivando conectar dados empíricos, levantados de forma concernente aos problemas originais, visando a buscar conhecimento sobre processos de recuperação de empresas em dificuldades financeiras e tendo em mente que o pesquisador está efetivamente preocupado em conhecer como o processo ocorre.

O produto final deste estudo procurou ser basicamente descritivo, expresso majoritariamente em palavras, contendo experiências e opiniões, descrição de atividades, de processos, de dificuldades encontradas etc., algumas vezes, utilizando-se das palavras dos participantes envolvidos para retratar com fidedignidade as informações coletadas.

O tratamento dos dados, as análises das informações e a concepção do modelo estão inseridos nas etapas finais desta pesquisa, conforme exposto no diagrama abaixo:

Figura 27 – Diagrama de elaboração da pesquisa

Fonte: Elaborada pelo autor

Esta pesquisa não pretendeu apresentar um simples somatório de depoimentos, mas analisou cuidadosamente todas as informações coletadas em suas singularidades, buscando compor uma síntese que se constitua no resultado final a que este estudo se propôs a chegar.

Portanto, para que os objetivos finais pudessem ser alcançados e que as conclusões desta pesquisa pudessem verificar a aplicabilidade de conceitos teóricos ou gerar novas teorias, este estudo analisou e sintetizou as informações, identificando recorrências, procurando diferenças e semelhanças, analisando-as em relação ao referencial teórico, com o objetivo de responder às indagações apontadas no problema da pesquisa, contribuindo, assim, para futuros processos de recuperação de empresas em dificuldades financeiras.

Desta forma, esta tese pretende fazer parte integrante daqueles estudos que se propõem construir teoria sobre o processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras, visto que procurou estruturar um esquema conceitual básico para este processo, de forma a

contribuir para que possam ser tomadas decisões empresariais mais acertadas, principalmente porque entende que a utilidade de uma teoria consiste em permitir realizar previsões que conduzam a decisões mais corretas.

Por fim, esta tese reforça a importância de novas pesquisas sobre este tema tão relevante, pois, alinhada com Minayo (2006), entende que pesquisar constitui uma atitude e uma prática de constante busca, tendo a característica do acabado provisório ou do inacabado permanente. Trata-se, portanto, de uma atividade de aproximação sucessiva da realidade que nunca se esgota, fazendo uma combinação particular entre teoria e dados, pensamento e ação, ou seja, conduzindo a uma efetiva *práxis*.

7.2 Resultados da pesquisa e concepção do modelo

A exposição dos resultados desta pesquisa obedece à sequência lógica de um processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras. Inicialmente, apresenta-se a segregação entre sintomas e causas, identifica-se a existência de padrões e recorrências, analisam-se a incidência e a importância dos fatores críticos apurados nesta investigação e, enfim, o modelo conceitual de recuperação proposto é explicado em detalhes. Acredita-se que esta ordenação auxilie o leitor e proporcione uma compreensão mais ampla de todos os resultados.

Como pode ser notado, ao longo deste capítulo e com o objetivo de enriquecer sua análise, em várias oportunidades, a tese faz uso das palavras de seus entrevistados para fundamentar conceitos ou contrapor opiniões. As diversas referências aqui contidas expressam as percepções e experiências dos profissionais ouvidos, que são identificados pelos respectivos nomes e sobrenomes, conforme estão dispostos no quadro 5 já apresentado.

Apesar de esta tese ter entrevistado profissionais especialistas que atuam de diversas formas nas empresas em crise financeira, como investidores, advogados, administradores judiciais e ex-gestores, é importante ressaltar que, predominantemente, a amostra da pesquisa foi composta, por consultores. São muitas as razões que justificam esta opção, como: a *expertise* técnica de gestão em situações de insolvência, um menor envolvimento emocional nestas circunstâncias, uma visão mais isenta e independente das causas das crises e a significativa experiência em situações de dificuldades financeiras em empresas diferentes.

Entretanto, mesmo reconhecendo que esta diversidade valoriza os resultados produzidos, não se pode ignorar que a maior presença de uma determinada classe de entrevistados conduz a um risco de viés em algumas interpretações.

7.2.1 As causas principais, recorrentes e os padrões identificados

Em seus objetivos específicos, esta tese se propôs a identificar os principais sintomas que emergem até o início da crise financeira, compreender as razões que possam levar empresas à insolvência e apontar possíveis causas recorrentes, padrões de ação, erros, comportamentos, atitudes ou inércia empresarial, que precedam o insucesso das empresas.

Causas e sintomas foram temas controversos na pesquisa empírica. Para alguns profissionais entrevistados, as causas iniciais são irrelevantes e os trabalhos devem estar voltados para a solução dos problemas enfrentados pela empresa, independente de sua origem. Defensores desta concepção entendem que, se os problemas forem adequadamente tratados, os sintomas tenderão a desaparecer naturalmente, quaisquer que tenham sido as razões primárias.

Outra vertente argumenta que a compreensão das causas é fundamental para o sucesso de um *turnaround*, pois, sem esta identificação clara, o processo de recuperação pode despendar tempo e recursos financeiros valiosos ao combater sintomas ou causas secundárias e, talvez, negligenciar as raízes dos problemas, que poderão retornar com muito mais intensidade no futuro. Além disto, uma interpretação equivocada das dificuldades enfrentadas pela empresa pode direcioná-la a um prognóstico desacertado e a um reposicionamento estratégico sem o embasamento apropriado.

James Lynch aponta que o acúmulo de problemas, o crescimento acelerado do passivo e a falta de liquidez criam um gargalo financeiro insustentável, mas que são poucas as empresas que atacam a fonte do problema e a maioria insiste em buscar soluções financeiras para aliviar a pressão externa. Isto não resolve, visto que o problema, em geral, está em outro lugar.

Nesta mesma linha, Glauco Abdala orienta que colocar mais dinheiro e não promover antes a devida reestruturação é jogar capital pelo ralo. Para este profissional, não adianta injetar mais caixa na empresa se a causa do problema não for identificada. Ele diz que nunca pede mais

recursos aos credores ou aos acionistas antes de fazer o diagnóstico, o plano de recuperação e se assegurar de que consegue promover o *turnaround* com sucesso.

Fabio Astrauskas reforça que separar causas e sintomas é importante, mas aconselha que os dois sejam tratados ao mesmo tempo. O consultor recomenda a identificação das causas e que elas sejam atacadas desde o início, considerando, porém, que os sintomas devam ser atenuados; ou seja, também é necessário dar o “remédio para a febre abaixar”.

Esta pesquisa apurou que vários alertas são disparados antes que a crise financeira se instale e que o crescimento do número de sintomas ou mesmo da intensidade de cada um deles possam ser as maiores evidências de uma insolvência futura. A empresa ainda pode estar longe de se tornar inviável do ponto de vista financeiro, mas já existem indícios claros de que alguma coisa está acontecendo.

A identificação destes sinais nem sempre é fácil, visto que muitos deles se confundem com dificuldades rotineiras na vida diária da organização. De qualquer forma, os sintomas estão presentes e a leitura deles no devido tempo é um desafio para os gestores.

Conforme as várias entrevistas realizadas, podem ser encontrados sintomas financeiros e não financeiros. Frequentemente, os não financeiros aparecem primeiro e refletem problemas gerenciais, estratégicos e operacionais. Caso estes indicadores sejam negligenciados ou mal interpretados, provavelmente, outros alertas financeiros aflorarão.

Os sinais não financeiros que predominaram na pesquisa foram:

- ❑ deterioração dos relacionamentos com os *stakeholders*;
- ❑ queda na qualidade do atendimento às necessidades ou aos anseios dos clientes;
- ❑ crescimento nas reclamações de clientes por atraso ou qualidade;
- ❑ crescimento do *stress* e da tensão nas relações pessoais dentro da companhia;
- ❑ freqüentes trocas de profissionais nos postos de comando;
- ❑ evasão de talentos humanos e dificuldades em contratações;
- ❑ acomodação e redução do ritmo da empresa, com a perda de vibração, atitude etc.;
- ❑ redução da credibilidade no mercado de capitais e queda de ações;
- ❑ paralisação das atividades operacionais por falta de matéria-prima; e
- ❑ atraso tecnológico.

Dentre os sintomas financeiros, Sérgio Pinheiro observou que eles ocorrem, inicialmente, nas quedas de retorno e de geração de caixa do ativo e, posteriormente, no crescimento e no custo do passivo. Os principais indicadores financeiros mencionados foram:

- ❑ atrasos nos pagamentos, em especial, no não recolhimento de impostos;
- ❑ redução de margens;
- ❑ rápida erosão dos lucros ou aceleração do prejuízo;
- ❑ menor geração de caixa operacional;
- ❑ descontrole de custos;
- ❑ perda da capacidade de investimento;
- ❑ variações anormais nas vendas – queda ou crescimento;
- ❑ crescimento acelerado das dívidas financeiras e da relação dívida / EBITDA;
- ❑ elevação do custo de capital e as alterações nos *ratings*⁹⁶ desta empresa; e
- ❑ quebra de *covenants* financeiros.

Cristiana Ferraz afirma que a empresa pode apresentar vários desses sintomas antes mesmo de quebrar algum *covenant*. Sendo o grande desafio do credor financeiro, detectar potenciais problemas onde ele tenha condições de agir antes que a empresa entre em *default* técnico⁹⁷.

Os resultados da pesquisa empírica também evidenciaram que crises podem ser consideradas normais na vida empresarial. Quase a unanimidade dos entrevistados declarou que todas as empresas, em algum momento de seu ciclo de vida, deverão enfrentar dificuldades, sobretudo de natureza operacional.

Neste mesmo sentido, alguns consultores apontam que nem sempre estas situações podem ser evitadas, notadamente quando decorrem de fatores externos à empresa. Mas, para Keyler Rocha, cabe à gestão ter um bom planejamento e adotar estratégias que minimizem os riscos e os impactos destes eventos externos na organização.

Esta pesquisa identificou que a grande maioria das crises enfrentadas pelas organizações é de natureza estratégica e operacional. De acordo com Salvatore Milanese, uma crise operacional se evidencia na incapacidade financeira da empresa em gerar caixa para cumprir com seus

⁹⁶ Classificação de risco

⁹⁷ Quando a empresa quebra um *covenant*, mas não deixa de pagar seus credores.

compromissos junto aos *stakeholders* e, principalmente, cumprir com o serviço da dívida que está financiando o seu desenvolvimento.

Observa-se que existem dois tipos de crise operacional: uma que é gradativa e outra que é repentina. A deterioração gradativa, comumente, emite vários sinais de alerta de intensidade crescente, que permitem ao administrador perceber que algum problema precisa ser tratado, evitando males maiores. Entende-se, também, que, com raras exceções, uma deterioração somente se torna grave depois de ter emitido muitos sinais anteriores e os executivos não terem sido capazes de entendê-los e corrigir este percurso. Bons sistemas de informação, aliados a uma gestão zelosa e capacitada, colaboram para que uma resposta tempestiva evite danos maiores.

As crises operacionais também podem ser repentinas e de difícil monitoramento, como a entrada de um novo e grande concorrente ou o surgimento de tecnologias inovadoras. Nestes casos, as crises não estão associadas a processos de deterioração e podem ser imprevisíveis.

A experiência destes profissionais tem demonstrado que, em algum momento, todas as empresas passam por períodos de estagnação ou declínio, por isso as reestruturações são tão freqüentes. Seja em função do ciclo de vida de seus principais produtos, de períodos de recessão econômica, seja devido a mudanças regulatórias e problemas associados aos fatores de produção etc., as dificuldades mercadológicas e operacionais surgem. Mas, se isto irá abalar a saúde financeira da empresa, depende muito da reação de sua administração.

Em geral, crises financeiras são decorrentes da magnitude da crise operacional e de uma eventual incapacidade da gestão em reagir a ela. Estas duas naturezas de crises são mundos distintos, mas com uma provável relação direta de causa e efeito entre si. As informações analisadas por esta tese assinalam que, freqüentemente, as crises financeiras têm início em crises operacionais e que uma gestão diligente poderia prever com alguma antecedência estas situações de *stress* e trabalhar para revertê-las.

Portanto, se por um lado as crises operacionais são praticamente inevitáveis, por outro, as crises financeiras são quase sempre evitáveis e não podem ser consideradas normais. Todas as empresas estão suscetíveis a problemas ao longo do ciclo de vida, mas cabe à gestão perceber que é hora de reinventar o negócio e criar novos ciclos de prosperidade, antes que a curva de

deterioração se acelere e reduza as possibilidades de sucesso. Quanto mais cedo estas ações preventivas forem tomadas, mais eficazes elas tendem a ser.

A história empresarial brasileira e mundial demonstra que o desaparecimento de empresas não é exceção, sobretudo quando se analisam as estatísticas da mortalidade corporativa, algumas já apresentadas neste trabalho. Com base em todo o exposto, não é fantasioso imaginar que as empresas, assim como os seres vivos, tendem à morte e que o prolongamento da vida exige pró-atividade e uma constante atenção aos ambientes internos e externos, cada vez mais em mutação acelerada.

Glauco Abdala diz que bons negócios e com margens elevadas tendem a atrair concorrência, o que levará à redução das margens e ao declínio. Pedro Campos afirma que os negócios têm determinados ciclos e que estes irão acabar. Além disto, o estudo da estratégia empresarial aponta que toda vantagem competitiva é temporária e só se perpetua aquele que muda e evolui, uma vez que a principal estratégia para permanecer vivo parece ser a autodestruição consciente e criativa. Portanto, conforme as informações colhidas e interpretadas por esta pesquisa, a falta de transformação é a principal causa que leva às dificuldades financeiras.

Seja por incapacidade ou acomodação, em geral, as empresas têm dificuldade para enxergar e aceitar as mudanças no ambiente externo, por isso não promovem os ajustes necessários no ambiente interno, nos comportamentos e na sua própria estratégia. Deste modo, tendem a manter estruturas inadequadas, processos obsoletos e a não construir um novo futuro.

Jorge Queiroz concorda com o raciocínio exposto. Para o consultor, a empresa não precisa “descer a ladeira” depois que atinge certo ponto. Quando ela é bem administrada, consegue reorganizar seus negócios quando chega à maturação e passar para um outro patamar. Ainda, segundo este profissional, o importante é a empresa se adequar ao novo contexto, pois se ela for muito estática, seus negócios ficarão velhos e rapidamente morrerão.

Mesmo reconhecendo que cada crise empresarial possui suas singularidades, para muitos consultores, as dificuldades financeiras têm causas semelhantes e recorrentes em diversas empresas. Além disto, os mesmo erros aparentam estarem presentes em quase todas as crises financeiras, ainda que suas circunstâncias possam ser bastante diferentes.

Apresentam-se, agora, as principais causas que levam empresas a crises financeiras, de acordo com as entrevistas realizadas.

Segundo os profissionais ouvidos, usualmente, não é uma causa única, mas uma combinação de fatores que leva a empresa à crise. Apenas em firmas de menor porte ou em circunstâncias muito específicas é que um fator único poderia ser responsável por dificuldades financeiras mais graves. O gráfico abaixo ilustra esta percepção. Para 40% dos entrevistados, jamais uma causa única geraria uma crise financeira. Outros 40% dizem que isto é possível, mas apenas em situações muito raras e específicas, enquanto para 20% isto pode acontecer em alguns casos. Nenhum deles acredita que isto possa acontecer com frequência.

Figura 25 – Percepções sobre a incidência de uma causa única para as crises

Fonte: O autor

Uma eventual causa única poderia ser uma forte mudança regulatória ou a entrada no mercado de um novo poderoso concorrente; mas, para a maioria dos entrevistados, em geral, são duas ou três grandes causas preponderantes, as quais passam a se desmembrar em outras menores. Vários consultores e os próprios administradores apontam os problemas “essencialmente” de gestão como os mais frequentes e que acarretariam inúmeros outros desdobramentos.

Salvatore Milanese traz dados de uma pesquisa realizada pela KPMG, indicando que mais de 70% das crises financeiras foram geradas por problemas de má-gestão.

É evidente que sob o guarda-chuva gestão se abrem inúmeras variáveis possíveis, como competência técnica, habilidade humana, continuidade, modelos de governança equivocados, gestão familiar e falta de profissionalização, motivação, apostas erradas etc.; mas dentre os chamados fatores de gestão, o mais relevante para os administradores entrevistados tende a

ser a cultura organizacional, especialmente em empresas familiares, o que se reflete na ausência da meritocracia, no descompromisso com o desempenho da organização, na subordinação dos resultados corporativos ao bem-estar familiar ou pessoal – oriundo de incentivos diferentes –, a excessiva presença dos “amigos da família” nos quadros da corporação, dentre tantas outras.

Para alguns consultores e gestores, problemas de governança são danosos e podem levar a ineficiências operacionais, estratégias mal concebidas ou até mesmo conflitos de interesses e excesso de retiradas, que sangra o caixa da companhia em uma proporção superior ao limite sustentável. Para muitos entrevistados, os conflitos societários em empresas familiares podem destruir, inclusive, empresas saudáveis, sobretudo nos períodos de sucessão.

Outra forte harmonia nas respostas obtidas por esta pesquisa pode ser encontrada quando se questiona a origem das causas. Para 76% dos profissionais, predominam as causas internas, enquanto para 20% as causas são exclusivamente internas e apenas para 4% dos profissionais há um equilíbrio entre origens internas e externas. Nenhum participante acredita que as causas possam ser somente ou predominantemente externas, conforme o gráfico a seguir.

Figura 26 – A origem das causas

Fonte: O autor

Todavia, tanto consultores quanto os gestores participantes desta investigação realçaram a força que as variáveis externas têm para potencializar uma crise financeira ou, ainda, para ser o estopim da mesma.

Os exemplos estão nos próprios gestores consultados. De acordo com eles, a precária situação financeira da Previdência Social e do SUS – Sistema Único de Saúde –, crise da Ásia em

1997 e o fim da inflação em 1994 foram variáveis fundamentais para catalisar as crises financeiras nas respectivas empresas estudadas.

É imperioso que se faça, ainda, uma ressalva ética. Para alguns entrevistados, no Brasil, existem muitas empresas honestas concorrendo com outras que adotam práticas ilegais, como sonegação de impostos, *dumping*, importações subfaturadas, informalidades etc. Este é um fator exógeno que muito contribui para que determinadas empresas passem por dificuldades financeiras.

Mesmo assim, alguns consultores entendem que as causas são unicamente internas, pois, por maior que seja a dificuldade externa, sempre há empresas que sobrevivem a ela. Na percepção deles, se uma sobrevive e outra não, a causa é puramente interna.

Dentre os fatores internos capazes de levar uma empresa a enfrentar dificuldades financeiras, observa-se no gráfico abaixo que, para 68% dos entrevistados, predominam as causas de natureza estratégica e para 32% aquelas de natureza operacional. As causas de natureza financeira são raras e, muitas vezes, consequências das outras naturezas.

Figura 27 – A natureza das causas

Fonte: O autor

Uma das causas de natureza estratégica mais incidente é a repetição das estratégias que deram certo no passado, mesmo que em contextos absolutamente diferentes e sem a devida atenção às mudanças ocorridas nos mercados⁹⁸, nos consumidores e na concorrência. Retorna-se, assim, à falta da devida transformação evolutiva, apontada como causa preponderante no início desta análise.

⁹⁸ Muitas vezes, inclusive, em indústrias e setores em declínio.

Problemas de investimentos também são muito freqüentes, seja por meio de diversificação equivocada, de um subinvestimento que tira a competitividade tecnológica da organização seja, o mais comum de todos, por um grande investimento que ainda não performou, mas está consumindo o capital de giro da empresa. Além do exposto, algumas vezes estes novos investimentos são subdimensionados e financiados com passivos incompatíveis, denotando uma grave situação de desequilíbrio.

Mais um problema desta natureza, muito presente nos dados coletados por esta pesquisa, está nas decisões estratégicas erradas, sem o respaldo de pesquisas mercadológicas e baseadas somente nas percepções de quem está dentro da empresa, demonstrando desconhecimento dos anseios e necessidades dos clientes, da atuação dos concorrentes e das tendências do setor. Isto é muito comum em empresas com foco interno e que não dá a devida atenção ao mercado.

Por fim, Humberto Tognelli Jr. aponta que a necessidade de crescer pode ser uma causa estratégica comum de crise, especialmente para empresas de médio porte. Para este consultor, quando determinada empresa adquire um certo tamanho, ela não tem mais a flexibilidade, a agilidade e o anonimato das pequenas empresas; carrega custos fixos altos e torna-se mais visada pela fiscalização, sem, no entanto, ter os ganhos de escala das grandes corporações.

Apesar de menos impactantes, os fatores de natureza operacional predominantes foram: falta de controles adequados, processos internos deficientes, estrutura organizacional inchada ou mal concebida, problemas de manufatura e do processo produtivo, pouca preocupação com o capital investido – que se reflete em crescimento sem qualidade, baixa pressão por eficiência e produtividade. Todos estes problemas se resumem em ineficiência operacional, que tira a competitividade da empresa, degradando suas margens e sua rentabilidade.

A carência de informações mínimas para a tomada de decisões ou a baixa qualidade das mesmas, muitas vezes oriundas de falhas de controles internos, inexistência de instrumentos de gestão financeira e sistemas de informações gerenciais inadequados, também foram citadas pelos profissionais entrevistados como uma causa freqüente de dificuldades financeiras.

De acordo com James Lynch, as empresas criam a chamada competição desinformada, ou seja, o empresário não faz cálculo de rentabilidade e utiliza a variável preço como o principal

instrumento de sobrevivência e gestão. Se ele acha que o caixa está baixo, sobe o preço; quando começa a vender menos, abaixa o preço, mas sempre sem uma devida análise do impacto destas decisões no resultado da empresa. Este tipo de competidor, por ignorância e pressão de mercado, reduz os preços até um determinado ponto, quando, não somente cria um problema para si mesmo, como também para o setor, pois ajuda a nivelar preços de produtos e serviços abaixo do nível mínimo de rentabilidade.

Deve-se ressaltar que, na opinião dos consultores, os problemas operacionais são sempre os mais comuns na empresa; contudo, trazem consequências menores, pois são mais fáceis de se identificar e corrigir e, quase sempre, há tempo para que a empresa não entre em crise. Em função disto é que os problemas estratégicos predominam como as principais causas da insolvência.

Finalmente, são encontrados os fatores de natureza financeira, que tendem a ser derivados dos anteriores. O maior problema aparenta estar no rápido crescimento das dívidas financeiras de curto prazo, levando as empresas a uma dependência bancária interminável e reduzindo suas chances de recuperação.

Do mesmo modo, foram reincidentes, nesta pesquisa, os problemas de inadimplência de clientes, o dimensionamento equivocado das necessidades de capital de giro, a falta de uma reserva monetária mínima e os erros de alavancagem e de decisões de financiamento. Em função da fraqueza da função financeira e de seus controles mais elementares, as fraudes também foram apontadas como causa comum de crises.

De acordo com Eduardo Gomide, as fraudes sempre decorrem de descontroles internos, o que é uma característica comum em empresas que têm uma gestão financeira ineficiente. Para esse especialista, as ineficiências trazidas pela fraude são enormes e elas podem ser determinantes na sobrevivência ou não da empresa.

Os problemas identificados por esta investigação empírica corroboram os pressupostos teóricos descritos nos capítulos anteriores, permitindo sejam constatados padrões de erros e de comportamentos, além de recorrências nas causas que levam à insolvência.

Pode-se concluir afirmando que as causas do insucesso que conduzem à dificuldade financeira tendem a ser múltiplas, porém, semelhantes em muitas empresas e, predominantemente, de origem interna e de natureza estratégica. Dentre as variáveis comportamentais, verifica-se que as crises emitem vários sinais de alerta antes que a perda de capacidade de pagamento ocorra. Com frequência, a primeira reação é negligenciar estes sintomas, especialmente, os não financeiros.

Com o avanço das dificuldades, a empresa passa a sentir mais intensamente os incômodos dos sintomas, mas por deficiências em seus sistemas de informação, passividade ou falta de qualificação de sua administração, nem sempre se consegue identificar as causas. A atitude padrão é injetar recursos financeiros na tesouraria e tentar aliviar o desconforto. Como as causas permanecem influenciando a organização, o endividamento bancário cresce de forma acelerada. Muitas vezes, os administradores começam tímidas iniciativas de reestruturação que trazem poucos resultados, porque se insiste em adotar práticas de sucesso do passado, nem sempre condizentes com a realidade.

Situações como estas tendem a perdurar até que um gatilho externo, usualmente a pressão dos credores, interrompa o fluxo financeiro para a empresa e ameace parar a produção ou, ainda, quando começam a crescer os avisos de protesto e os pedidos de falência. Dependendo da severidade da crise, pode ser tarde demais.

7.2.2 Os fatores críticos que mais contribuem para o êxito do *turnaround*

Como descrito no item 1.4 desta tese, um dos seus objetivos centrais consiste em identificar, descrever e caracterizar os possíveis fatores críticos que mais contribuem para o sucesso de processos de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil.

Verificou-se, nas vinte e cinco entrevistas realizadas, que os dez fatores que mais têm contribuído para o êxito de *turnarounds* de empresas em crise são os que estão dispostos na figura a seguir. Todos eles estão individualmente apresentados e caracterizados neste trabalho. Acredita-se na consistência dos resultados oferecidos por esta tese, sobretudo pela experiência, conhecimento e confiabilidade das suas fontes de informação.

Inicialmente, esperava-se que a nova legislação falimentar – tão comemorada pelo ambiente empresarial, a troca da gestão – muito recomendada pela bibliografia internacional e o aporte de novos recursos financeiros – tema deveras debatido nos congressos especializados sobre esta matéria, pudessem estar entre estes fatores. Entretanto, como pôde ser constatado nos resultados apresentados, os três fatores supra mencionados não foram relacionados dentre os mais importantes, tanto pela maioria dos consultores entrevistados, como pelos vários outros agentes deste processo que também foram ouvidos.

Figura 28 – Os fatores que mais contribuem para o sucesso de um turnaround

Fonte: O autor

Muito embora cada um destes fatores tenha seu valor individual, recomenda-se sempre uma análise holística de todas estas variáveis, pois, para a efetiva reversão de uma crise financeira, não basta apenas que algumas delas estejam satisfeitas. É a presença e a intensidade de muitas e o equilíbrio entre todas que poderá definir o destino de um *turnaround*.

Pela própria concepção da figura exposta anteriormente, verifica-se que a negociação é fator central, rodeado por oito componentes importantes e inter-relacionados entre si, sempre circunscritos pelo décimo elemento: uma oportunidade. Pode ser verificado na descrição de cada fator que, inúmeras vezes, eles se entrelaçam ou se sobrepõem entre si, confirmando a forte interdependência entre todos.

Exceto pela negociação, todos os demais componentes podem ser considerados igualmente relevantes; mas, dependendo das características de cada empresa, sua crise e a circunstância em que ela está inserida, esta importância relativa pode ser alterada. Contudo, não é objetivo desta tese hierarquizar tais elementos, porém, apenas apresentar os fatores captados pela pesquisa empírica e justificar as razões que sustentam a sua eleição.

a) Fundamentos do negócio

Um ponto comum em praticamente todas as entrevistas realizadas foi: uma empresa para ser recuperável tem que ter um bom produto/serviço e estar em um mercado bom ou promissor. Por outro lado, se o negócio não for interessante e ainda estiver em um período desfavorável, mesmo as empresas não tão deterioradas podem não ter salvação.

Ao executar o diagnóstico, é fundamental entender o negócio e a estratégia da empresa, ou seja, qual o seu *core business*? Ele está bem definido? Quais as suas vocações e competências essenciais? Quais são os seus diferenciais competitivos? Qual é o seu foco estratégico? Qual o valor agregado de seus produtos e serviços? Em que momento eles estão em seus ciclos de vida? Enfim, se o negócio é interessante e se a empresa tem competência para explorá-lo.

Nelson Bastos reforça que pergunta essencial é se os negócios que a empresa em dificuldades detém são viáveis. Se esta resposta for afirmativa e a empresa tiver uma marca que tenha valor, possivelmente, esta companhia tenha cura e possa gerar caixa. Nestas condições, o problema admite solução.

Pedro Campos recomenda que se fale com os clientes da empresa, verificando se os produtos são realmente bons, por qual motivo são bons, se têm engenharia, se podem ser facilmente copiados etc. O especialista orienta, ainda, que é importante analisar se existe tecnologia e conhecimento que agregue valor dentro da organização.

Observa-se, assim, que as empresas intangível-intensivas têm uma tendência maior de serem recuperadas, visto que, usualmente, têm marcas mais fortes e consolidadas, um histórico de sucesso e bons serviços prestados, uma boa base de clientes fiéis, relações consolidadas com seus *stakeholders*, credibilidade, um quadro de funcionários mais qualificado, patentes e direitos autorais, entre outras características que lhe permitam deter vantagens competitivas e melhores perspectivas futuras.

Antônio Toro complementa todo o raciocínio exposto, afirmando que, cada vez mais, o valor de uma empresa ou negócio – do ponto de vista econômico – está no seu dinamismo, ou seja, na sua capacidade de permanecer no mercado de forma competitiva e não nas máquinas ou nas edificações que estão escrituradas no balanço. De acordo com o consultor, quando um empreendimento está perdendo energia, deve-se tentar preservar esta porção de maior valor, que está na capacidade da empresa de fazer negócios e continuar operando. É nesta direção que a prática norte-americana em recuperação de empresas evoluiu, após um longo período de aprendizagem.

Se uma boa parte das condições acima estiver atendida, recuperar a empresa pode ser mais simples, pois se trata de um trabalho interno de reorganização, cujos resultados são mais rápidos e demandam menos investimentos, ou apenas de uma readequação da sua estrutura de capital.

Estes fundamentos são essenciais para manter os clientes mesmo em uma situação de crise, mas, sobretudo, porque irão se refletir na capacidade da empresa em gerar caixa operacional. Os consultores são unânimes: quando o EBITDA⁹⁹ – atual e potencial – é negativo e a empresa não apresenta perspectivas para gerar caixa, a morte é só uma questão de tempo.

Por outro lado, Glauco Abdala revela que se o negócio for interessante para o mercado, o projeto de *turnaround* for bom e estiver sendo conduzido por uma equipe com credibilidade, sempre é possível estruturar operações de engenharia financeira para reverter a situação.

Na análise dos fundamentos de um negócio, o seu setor de atuação ocupa uma posição de destaque. É importante entender como as forças de estrutura do setor concebidas por Porter (1980) estão interagindo, ou seja, de forma resumida, quais são as barreiras de entrada neste setor, quais os poderes relativos de clientes e fornecedores – como a empresa está inserida em sua cadeia de valor –, qual a intensidade e o poder dos concorrentes etc. Se a empresa tiver potencial para atingir uma posição competitiva atrativa e a dinâmica deste mercado apontar para boas perspectivas de crescimento, provavelmente, o *turnaround* será bem sucedido.

⁹⁹ EBITDA – *Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*, cuja tradução é: ganhos antes dos juros, impostos, depreciação e amortização e equivale à capacidade de geração de caixa operacional da empresa.

Além de todo o exposto, quando o negócio é bom e viável, sob o ponto de vista econômico, tem mercado, boas margens e clientes, ele tende a valer mais em funcionamento do que os seus ativos isoladamente.

b) Estabilização

Em várias ocasiões este trabalho fez analogias médicas entre a recuperação de empresas em crise e a restabelecimento da saúde dos seres humanos nas situações mais agudas. Para ilustrar a importância da estabilização, oportunamente se faz uma nova correlação.

Quando um paciente recém atropelado entra na unidade de emergência de qualquer hospital, as providências iniciais são sempre estancar os sangramentos e preservar suas funções vitais, de forma a estabilizar o quadro e salvar sua vida, ganhando tempo e criando as condições mínimas para que um diagnóstico mais detalhado possa ser realizado em circunstâncias mais adequadas e de menor risco. É exatamente isto que deve ser feito em empresas enfermas.

Deste modo, as medidas de estabilização dependem do estado em que a empresa se encontra, da gravidade e do dimensionamento da crise a ser enfrentada. Antes de se iniciar qualquer reformulação, deve-se analisar a liquidez e a capacidade de pagamento da organização, uma vez que, se estes níveis forem muito baixos, ela pode morrer ainda nas primeiras fases do tratamento. A primeira preocupação é sempre com o caixa, pois ele é o oxigênio que mantém a vida até que as condições normais de saúde sejam restabelecidas pelo *turnaround*.

Neste sentido, a magnitude da crise financeira precisa ser quantificada por meio da adoção de instrumentos, como o relatório de fluxo de caixa, que permitam antever a urgência das ações a serem tomadas. Deve-se, imediatamente, avaliar a necessidade de recursos financeiros de curtíssimo prazo e compará-la com a capacidade de geração operacional de caixa. O *gap* entre ambas precisa ser administrado, mesmo que medidas drásticas tenham que ser tomadas. José Bacellar diz que não se discute cirurgia plástica com o paciente na UTI¹⁰⁰. O paciente pode perder uma perna, mas vai ficar vivo.

A prioridade é alimentar o processo produtivo da empresa, para que ela não pare. Se isto vier a ocorrer, a situação pode se tornar irreversível. Segundo Jorge Queiroz, esta é a fase onde se

¹⁰⁰ UTI – Unidade de Terapia Intensiva.

administra o incerto e a incerteza. De acordo com o consultor, vai-se construindo pontes de bambu para superar os próximos obstáculos, enquanto a ponte de concreto está sendo erguida em paralelo.

No auge da crise, algumas empresas aceleram as vendas apenas para gerar duplicatas para desconto e outras recorrem a *factorings*, mesmo cientes de que tais decisões agravam ainda mais a situação da empresa. O importante é manter a operação.

Uma dificuldade adicional nesta fase é a necessidade de redução de custos, pois que isto pode implicar em novas saídas de caixa, como as rescisões de contratos trabalhistas e de prestação de serviços, por exemplo. Surgem também algumas despesas adicionais com consultores, advogados e até com um eventual processo judicial. É quase um consenso entre os profissionais entrevistados: a posição de caixa sempre piora antes de melhorar.

Para possibilitar o avanço do *turnaround*, uma das recomendações dos consultores é congelar o passado e destinar os poucos recursos para o presente e o futuro. Em um primeiro momento, não se preocupar tanto com o estoque de dívidas da empresa, mas, essencialmente, com a sua capacidade de gerar fluxos de caixa positivos. Fabio Astrauskas lembra que a diferença entre fluxo e estoque é uma visão que o empresário geralmente não tem. Nesta fase, o fluxo é muito mais importante do que o estoque.

Reverter este fluxo requer que várias medidas sejam implementadas. Richard Doern diz que um aspecto fundamental é manter um rigoroso controle de todos os pagamentos. Ele vista todos os cheques e ressalva que é impressionante o volume de despesas que são eliminadas apenas com este simples procedimento. Deve-se pagar apenas o essencial e estritamente necessário para a manutenção das atividades básicas da empresa. Priorizar os pagamentos, em especial, a folha de salários e os fornecedores estratégicos, pode representar a sobrevivência e o equilíbrio da organização.

Em linhas gerais, devem-se esticar as saídas de caixa e encurtar as entradas. Para isto, as negociações com os *stakeholders* são vitais. Se eles perceberem que os poucos recursos da empresa estão sendo direcionados para o processo produtivo, a possibilidade de apoio cresce. Deve-se postergar ou parcelar os pagamentos e acelerar o procedimento de contas a receber,

reduzindo os prazos médios de recebimento, mesmo que alguns descontos tenham que ser concedidos.

Já se constata aqui a importância do bom relacionamento com os *stakeholders*, evidenciando o forte entrelaçamento entre os dez fatores elencados. Por isso, uma das primeiras medidas precisa ser reconquistar a confiança. Neste momento, a credibilidade de quem está liderando o processo pode ser fundamental e o estreitamento da comunicação reforça a transparência.

Os próprios gestores participantes da pesquisa informaram ter chamado seus fornecedores e credores para renegociar e alterar as antigas condições acordadas, com parcelamentos e prazos mais largos para pagamento. Alguns entrevistados mencionaram, inclusive, que faziam reuniões diárias com os credores financeiros para dar total visibilidade ao que estava sendo feito, de forma a preservar o crédito e a estabilidade da empresa.

Outra questão bastante controversa nos resultados da pesquisa foi a efetiva necessidade de novos recursos financeiros para promover o *turnaround*. Não houve consenso. Conforme o gráfico adiante, para 24% dos profissionais entrevistados sempre são necessários novos recursos. 40% acreditam que “quase sempre” e 28% pensam que “somente às vezes” o *turnaround* requer capital adicional. Apenas 8% afirmam que “não necessariamente” estes fundos precisam vir e nenhum participante sinalizou que estes recursos são dispensáveis.

Figura 29 – A necessidade de novos recursos para promover o turnaround

Fonte: O autor

Dentre os profissionais que sinalizaram a necessidade de novos recursos, muitos afirmam que, como dificilmente os acionistas farão aportes adicionais nesta fase, deve-se procurar gerar estes fundos internamente, dentro da empresa. As respostas colhidas apontaram que,

geralmente, existem recursos dispersos na organização, oriundos de antigas ineficiências, como ativos ociosos e desnecessários. Este fôlego suplementar pode vir com a venda destes ativos¹⁰¹, a liquidação de estoques, a melhora na administração do capital de giro, cortando-se a alocação de recursos para atividades que não tragam resultado, mas, principalmente, com o desinvestimento, em um saudável enxugamento da estrutura corporativa.

Foi recorrente, ao longo de toda esta investigação, que a falta de financiamento ainda é um problema para recuperação de empresas no Brasil. Este dinheiro é escasso e muito caro. Observou-se, ainda, que os credores atuais da organização algumas vezes concordam em conceder créditos adicionais, desde que todos os seus direitos – antigos e novos – sejam assegurados por uma garantia real. Esta tem sido uma alternativa comum, pois injeta recursos para viabilizar o *turnaround* e melhora a posição do banco credor na hierarquia de recebimentos prevista em lei. Por vezes, estas garantias podem ser oferecidas pelos próprios acionistas.

Cristiana Ferraz lembra que os regulamentos do Banco Central do Brasil exigem que as empresas com créditos vencidos há mais de 180 dias tenham o seu *rating* jugamental reduzido para H. Desta forma, os bancos são obrigados a constituir 100% de provisão dos créditos concedidos a estas. Este fator tem desestimulado a concessão de novos créditos, especialmente, o extra-concursal. A especialista reforça que dentro do escopo da nova lei, as chances do banco recuperar seus direitos são infinitamente maiores do que com a legislação anterior, o que deveria motivar uma mudança regulatória.

Outras alternativas de recursos são os fundos de investimento e a consolidação de mercado secundário de títulos em *distress* no Brasil. Para que este processo evolua, Cristiana Ferraz diz que a lei precisa ser devidamente testada e seus mecanismos implementados, de forma que o investidor tenha segurança de que o caráter prioritário de seu direito será respeitado.

O advogado especializado, Renato Mange, afirma que também é necessária uma boa definição pela jurisprudência a respeito do artigo 67 da lei, que dispõe sobre os créditos concedidos para empresas em recuperação, em caso de falência. Para ele, não estão claras as

¹⁰¹ Aplicável somente em casos de recuperação judicial ou quando a empresa estiver em dia com seus impostos e contribuições sociais.

cautelas que o credor precisa ter, a fim de que seus créditos sejam considerados extra-concursais e tenham prioridade de recebimento.

Também concernente à estabilização, deve-se avaliar a necessidade de proteção legal para promover a recuperação. Caso isto seja necessário, Luis Vasco e Keyler Rocha orientam que a empresa se prepare previamente para este processo, pois os créditos são imediatamente suspensos e muitos fornecedores interrompem o fornecimento até que o plano de recuperação seja aprovado.

c) Tempo

Como já descrito no capítulo da fundamentação teórica, o tempo é um fator crítico para o sucesso de qualquer *turnaround*. A pesquisa empírica constatou esta realidade. Richard Doern diz que de cada trinta empresas que o procuram, apenas uma ou duas têm chance efetiva de recuperação, pois, nas demais, a situação já está tão deteriorada que basicamente extingue qualquer possibilidade de êxito.

A experiência dos profissionais entrevistados tem demonstrado que os sinais de alerta da crise tendem a ser ignorados, negligenciados ou mal interpretados pela gestão, o que permite a permanência dos problemas e o agravamento da saúde corporativa. Luis Vasco ressalta que esta prática é muito séria, visto que, quanto mais o tempo passa, menos alternativas possíveis a empresa tem para reverter o declínio, conforme a ilustração abaixo.

Figura 30 – As alternativas possíveis de recuperação em função do tempo

Fonte: Adaptada de Luis Vasco

Nos primeiros estágios do declínio, a empresa tem recursos, credibilidade e tempo disponível, sua imagem institucional ainda não foi atingida, os talentos ainda permanecem na organização e, como ilustrado, a gama de opções é muito maior. Com o passar do tempo e a aceleração do declínio, as alternativas podem até desaparecer. Quando isto ocorre, diz-se que a empresa ultrapassou o chamado *turnaround point*, ou seja, o ponto limite onde ainda havia chances de recuperação. Os consultores são enfáticos: após este ponto, a dívida se torna impagável e a empresa não consegue mais se reerguer. A recomendação passa a ser pela busca de bons advogados.

Nelson Bastos faz uma interessante comparação sobre esta situação. Para o consultor, um declínio na empresa é como um remador descendo um rio que tem uma catarata adiante. A certa altura, ele percebe a existência da catarata. Como ele sabe em que velocidade está indo, se começar a remar no sentido contrário, com tempo suficiente e uma potência adequada, pode conseguir se afastar. Mas, na medida em que ele demora a reagir, a proximidade da catarata se torna inevitável e, depois de certo ponto, o seu ruído fica tão alto que impede que ele se reorganize e consiga se salvar sozinho.

Não existem regras para definir este tempo disponível. Cada caso tem suas características; mas, ele é fortemente influenciado pelo tamanho das dívidas, por sua velocidade de crescimento, pelo porte da empresa e pelo grau de apoio dos *stakeholders*.

Quase todos os profissionais que participaram desta pesquisa enfatizaram que o problema fiscal no Brasil é um sério agravante deste fator. Há muito tempo as empresas descobriram que a maneira mais fácil e menos perigosa de se financiar nos períodos de dificuldades é deixar de recolher os impostos e contribuições sociais, visto que este credor é ineficiente e vagaroso na cobrança. Assim, alivia-se a pressão no caixa durante algum tempo e se cria uma ilusão de fortalecimento da organização, o que posterga as decisões fundamentais que poderiam salvar o negócio.

Se as verdadeiras causas dos problemas não forem corrigidas e esta situação persistir, a dívida tributária vai se acumulando. Antônio Toro ressalva que as multas e os juros não são nada desprezíveis e que a possibilidade de renegociar estes passivos é limitada por preceitos legais, podendo, os mesmos, ficarem tão grandes, que se tornam impagáveis.

As estatísticas dos consultores evidenciam que, quando uma empresa chega à insolvência, ela pode já estar devendo para o governo até oito ou dez anos de impostos, tornando-o o maior credor desta empresa. O sistema de arrecadação no Brasil precisa ser melhorado, de forma a ser simplificado e a aprimorar a efetiva fiscalização, para que, se um dia a empresa entrar em bancarrota, esta dívida seja compatível com o tamanho dos outros credores, o que já ocorre em outros países, como nos Estados Unidos, por exemplo, onde a fiscalização é eficiente e o parcelamento da dívida tributária pode ser efetuado em condições diferenciadas, o que está suportado por legislação complementar.

Em circunstâncias como essa, mesmo uma empresa que esteja em um mercado interessante, com um bom plano de recuperação, com uma nova e capacitada gestão e capaz de tornar-se rentável e geradora de caixa, pode ser considerada inviável em função de sua dívida fiscal.

Mas, ficou evidente ao longo desse procedimento investigativo que, em geral, o empresário só procura ajuda quando não enxerga mais alternativas, principalmente, em empresas familiares. Ele só aceita que alguém de fora possa fazer a diferença quando já está no limite, sob forte pressão externa e a empresa não consegue mais crédito para financiar sua ineficiência. Isto se concretiza quando ela não consegue renovar suas linhas de crédito ou se os empréstimos adicionais forem negados.

Muitas vezes, a crise já está absolutamente materializada, mas o empresário destrói recursos, combatendo sintomas, até que um gatilho dispare o processo de recuperação. Se isto ocorrer tempestivamente, existe a possibilidade de que a crise possa ser revertida.

Em geral, como mencionado, estes gatilhos são econômicos e financeiros, mas também podem acontecer gatilhos jurídicos, como a necessidade de suspensão de ações de execução, o surgimento de um pedido de falência, enfim, quando os credores começam a assumir posições de força.

Infelizmente, observa-se que este gatilho tem disparado tarde demais, quando a empresa já está em nível elevado de deterioração financeira, alto endividamento, margens declinantes etc. Cristiana Ferraz acredita que isto também aconteça pela falta de conscientização e conhecimento do empresariado sobre a nova lei e as possibilidades que ela traz.

Mas, uma importante ressalva merece ser feita. Como a história empresarial apresenta muitos casos de empresas saudáveis e lucrativas por um longo período, provavelmente, inúmeras delas conseguiram enxergar estes sinais de declínio e fazer as devidas correções de rumo. Estes exemplos não compõem a literatura sobre recuperação. Quando viram notícia, aparecem como *cases* de sucesso em revistas de gestão. Esta é a forma correta de se recuperar.

d) Unidade de comando

Durante a crise financeira, as pressões externas e internas são grandes e a incerteza prevalece. Nestas circunstâncias, tomar decisões com agilidade e firmeza requer coragem e autoridade. Para alguns especialistas, a falta de decisões pode ser mais danosa do que uma deliberação sem o devido consenso.

No momento em que este processo decisório não é claro, seja por seus vícios ou por seus conflitos, ele não funciona e a empresa é prejudicada, especialmente nos momentos de crise. Por outro lado, quando a unidade de comando está bem definida, fica claro para todos, a quem cabe definir os rumos e de quem é a responsabilidade final.

Uma unidade de comando consegue quebra a rigidez interna da organização, permitindo a readequação de sua estrutura. Além disto, este núcleo central pode atenuar os conflitos de interesse, pois os credores e demais *stakeholders* sabem quem está no comando e conhecem sua legitimidade para implementar as medidas necessárias. Pedro Campos ressalta que todos devem saber que é aquele grupo que está no poder e quais mudanças irão acontecer a partir dali.

Não importa se é uma pessoa ou um grupo que lidera o *turnaround*, desde que seus membros estejam imbuídos dos mesmos objetivos. A unidade de comando precisa ter a visão do todo e seguir a mesma linha de ação, visto que o duplo comando é um enorme risco neste processo.

Para alguns consultores, o processo de gestão da crise se assemelha mais a uma operação militar do que a uma democracia. Nem sempre há tempo para buscar o consenso. As decisões são de risco, devem ser rápidas e alguém tem que assumi-las. É preciso firmeza na condução deste processo, pois ele é doloroso e talvez não haja uma segunda oportunidade. Para José Bacellar, o *turnaround* tende a ser revolucionário, não há mais paradigmas, tudo está *sub*

judice e em discussão. Nada mais é verdade e tudo pode ser questionado. A crise financeira é uma situação de guerra e as regras podem ser diferentes.

e) **Implementação**

Um dos maiores riscos de um *turnaround* está na sua implementação. Não basta colocar as propostas no papel. É fundamental fazer com que as mudanças aconteçam. Mesmo empresas potencialmente viáveis e com planos de recuperação bem concebidos podem vir a falir se a implementação não for bem sucedida.

Este processo requer muita disciplina, pois além da escassez de recursos, parte do fluxo de caixa já está comprometida com os acordos de pagamentos estabelecidos nas renegociações com os *stakeholders*. A credibilidade da organização não pode ser novamente arranhada e os compromissos assumidos precisam ser honrados.

A implementação precisa ser um trabalho muito pragmático e orientado para resultados. A empresa tem que gerar o fluxo de caixa necessário para justificar sua sobrevivência. Para tanto, uma variável importante é a competência de quem está liderando o processo. Se os antigos gestores não demonstrarem as habilidades mínimas requeridas ou não tiverem a credibilidade necessária, a troca da administração ou de alguns executivos pode ser uma saída viável. Muitas vezes, executivos são contratados exclusivamente para esta missão.

Como muitas vezes assinalado, o *turnaround* é um processo desgastante e muito difícil de ser conduzido, demandando vontade, disposição e uma atenção constante para corrigir eventuais desvios ou resultados não esperados. A execução do plano de recuperação tende a ser, cada vez mais, monitorada pelos credores.

Esta pesquisa não identificou que existam claras resistências internas à implementação e à mudança, especialmente, por parte dos funcionários. Mesmo assim, esta fase se demonstrou uma variável delicada e suscetível a sabotagens, uma vez que alguns obstáculos a serem superados podem estar submersos e não se revelarem de imediato, mas permanecem corroendo os pilares do *turnaround* de forma silenciosa, até serem descobertos. Em função destes riscos, é importante que se crie uma estrutura de incentivos para unir as equipes e identificar estas oposições veladas.

A reestruturação precisa romper com os vícios do passado, mas Luis Vasco adverte que as pessoas tendem a esquecer o ocorrido, sobretudo quando se alivia a pressão externa e a antiga estrutura de poder tenta reocupar o espaço perdido. Quando isto ocorre, o *turnaround* pode ficar comprometido. Foi explicitamente comentado a este pesquisador que, algumas vezes, os próprios controladores boicotam as determinações da unidade de comando para não perder prestígio e poder.

f) Oportunidade

Todos os gestores ouvidos nesta pesquisa declararam que, se não fosse um momento externo favorável, provavelmente, os resultados em suas empresas tivessem sido muito diferentes. Segundo estes profissionais, os cenários internacional e macroeconômico, as mudanças regulatórias – especialmente as privatizações nos respectivos setores – e o forte crescimento dos planos de saúde no Brasil permitiram que seus negócios fossem repensados em condições mais adequadas e que ondas muito positivas impulsionassem os destinos dos *turnarounds*.

Constata-se que um bom momento econômico ou setorial pode ser decisivo no teste de falência e que um período de maior exuberância pode criar oportunidades para o sucesso da recuperação. Aliadas a isto, mudanças tecnológicas ou regulatórias criam momentos para uma revisão dos conceitos mais básicos de uma organização.

Por outro lado, se o cenário estiver desfavorável, mesmo empresas não tão deterioradas podem não ter salvação. Antônio Toro ressalta que é muito difícil recuperar uma empresa se a perspectiva do seu mercado é negativa.

Em sua longa experiência, Renato Mange diz que já viu empresas praticamente quebradas se recuperarem em uma onda econômica favorável e outras, que pareciam não estar tão mal, por questões circunstanciais de mercado, falirem.

g) Negociação

Como observado na figura que ilustra este tópico, a negociação foi considerada o fator mais essencial para o sucesso de um *turnaround*. As justificativas para isto podem se encontradas ao longo de toda esta tese, onde se procurou demonstrar a importância dos *stakeholders* no processo de recuperação, independente dos poderes que a nova lei lhes confere.

Como apresentado anteriormente, a persistência da situação de insolvência acentua os conflitos de interesse e pode inviabilizar todo o *turnaround* se o diálogo não for restabelecido com transparência e honestidade. Novos canais de comunicação precisam ser abertos e a credibilidade do novo interlocutor é fundamental, pois as relações de confiança deverão estar desgastadas. O foco não pode estar no passado e na busca por culpados, mas, sim, no futuro e na negociação de soluções.

De acordo com os profissionais ouvidos, o início das negociações é carregado de sentimentos ruins, de vingança e de frustração. Trata-se de uma etapa extremamente complicada e que quanto mais tempo perdurar, provavelmente, mais severa se tornará a crise na empresa.

O começo das negociações é também caracterizado pela esperança dos credores em receber integralmente seus direitos. Antônio Toro afirma que, ao contrário do que muitos imaginam, a negociação não é um jogo de justiça, mas de alternativas. Para o consultor, se um determinado banco concedeu um empréstimo, é muito justo que ele receba o valor acordado; isto está no contrato. Mas será que é possível? Muitas negociações são mais duras do que precisam, porque as partes envolvidas não percebem isto.

A solução vai se dar pelo equacionamento das posições dos acionistas com os credores e entre os próprios credores, dada uma forte interdependência entre todos. Mas, dependendo da situação da empresa, este pode ser um jogo de soma negativa. Em função disto, muitos consultores afirmam que as recuperações são processos de distribuição de perdas, visto que pode ser impossível todos receberem a soma de seus créditos. Se não houver entendimento, a equação não fecha.

Como o interesse econômico do acionista já deve ser negativo, a discussão passa a ser de como esta perda será dividida entre a comunidade de credores. O impasse irá persistir até que se negocie a quem caberão as maiores parcelas, em um delicado processo de negociações, delimitado por regras do direito e de mercado, que estabelecem alavancas de força e posições de poder.

Distribuir este sacrifício é muito difícil. Todos tentarão maximizar os seus interesses e deverão conhecer os demais participantes e as armas de que cada um dispõe. Quanto mais fortalecida for a posição de um determinado credor, maior o seu poder na negociação e,

portanto, mais perdas ele irá impor aos demais. Por outro lado, se sua posição for frágil, menor o seu poder de negociação e mais perdas lhe serão impostas.

Contudo, quando a empresa está em crise, todos deverão ter a consciência de que serão perdedores se o processo não for resolvido, ou seja, mesmo agindo em seu próprio interesse, deve-se buscar o acordo, como forma de tentar recuperar seus recursos individuais. Perde-se mais sem acordo, do que com um insuficiente.

A lógica econômica recomenda que até as soluções mais drásticas tenham que ser consideradas, seja fechar ou vender o negócio, ou mesmo liquidar seus ativos de maneira ordenada, especialmente, se o valor econômico da companhia for inferior ao valor de realização destes ativos.

Entretanto, deve-se ponderar que o endividamento nem sempre é culpa do negócio, mas das decisões de endividamento dos seus controladores. Se este negócio tiver boas perspectivas de reversão e geração de caixa, podendo obter retornos sobre investimento acima dos custos de financiamento, talvez um deságio nas dívidas para pagamento antecipado ou um parcelamento em prazos mais longos sejam suficientes. Mas, deve-se considerar também a necessidade de novos recursos monetários para implementar o *turnaround* e a disposição de algum credor em prover estes recursos.

Um dos profissionais entrevistados diz que a necessidade de apresentação de um plano formal de recuperação tem sido letra morta na nova lei, pois o interesse individual dos credores e o interesse social de manutenção da atividade produtiva têm prevalecido. Como o que importa é a manifestação de vontade quanto à aceitação do plano, independente de sua qualidade e de sua seriedade sob o ponto de vista econômico, a negociação tem sido muito mais importante do que o plano em si.

Deve-se ressaltar que os conflitos não estão apenas entre devedor e credores, mas também entre os próprios credores, inclusive, dentro da mesma classe. Desse modo, conhecer todos os interesses dos participantes da negociação contribui para o acordo.

Cada um dos credores irá responder à crise de uma maneira diferente. Em função disto, pode ser recomendável que a empresa tenha um leque de alternativas que possa satisfazer ao maior

número de envolvidos, mas com atenção para tratar credores em condições iguais, de forma diferente, pois estes podem se sentir prejudicados.

A partir da capacidade de pagamento do devedor, alguns credores poderão optar em conceder um desconto para pagamento antecipado, enquanto outros irão preferir parcelamentos, mesmo que em prazos mais dilatados.

A melhor estratégia para uma negociação começa pela identificação dos interesses comuns e pelo estabelecimento de regras e critérios equânimes para todos. Isto atenua os conflitos. Alguns consultores preferem negociar individualmente com cada credor, outros preferem as negociações coletivas, como forma de se alcançar mais rapidamente um interesse comum.

Ainda há por parte dos credores uma reclamação de desunião entre eles, mas a experiência com a nova lei vem delineando novos caminhos de diálogo e atuação conjunta. Vários consultores enfatizaram que as partes envolvidas no processo de recuperação no Brasil ainda são muito mal preparadas; por isso ocorrem atitudes mais rudes de alguns negociadores. Esta ainda é uma deficiência do processo.

É importante frisar que a solução não precisa vir, necessariamente, do devedor. Os credores têm que contribuir para isto. Este é um exercício de alinhamento, cujas condições não podem ser impositivas. Caso isto ocorra, a justiça pode servir de protetora e mediadora.

h) Atitude

Tem-se demonstrado ao longo do desenvolvimento deste trabalho a importância das variáveis humanas nas crises empresariais e no próprio processo de recuperação. É evidente que este é um dos fatores mais críticos para o sucesso de um *turnaround*. Optou-se por agrupar diversas posturas e comportamentos dos gestores e controladores da empresa sob um grande rótulo, chamado atitude, porque se acredita que esta é uma forma adequada de refletir com propriedade as condutas necessárias para uma mudança transformadora.

A experiência em administração de empresas e a prática coletada por esta pesquisa revelam a força que as atitudes verdadeiras da alta cúpula têm para influenciar o ambiente e criar mudanças dentro das organizações. Os três gestores ouvidos declararam de forma equânime

que a alteração de mentalidade da direção, ocorrida em função da entrada de novos gestores, contagiou todos na organização e foi determinante para o sucesso da recuperação.

Sergio Almeida lembra que o *turnaround* deve produzir um choque na cultura organizacional da corporação. Trata-se de um processo árduo e repleto de obstáculos, onde, se não houver um movimento de compromisso entre os envolvidos, dificilmente as metas serão atingidas.

Como já foi aqui discutido, em empresas familiares, o *turnaround* é uma oportunidade ímpar para se buscar a profissionalização. Contudo, profissionalizar uma organização não é apenas contratar executivos não ligados à família e com experiência. É um processo mais profundo, pois significa profissionalizar sua cultura e sua estrutura de governança, onde deverão prevalecer princípios como meritocracia e a correta segregação entre propriedade e gestão.

Renato Mange confirma esta realidade e lembra que um cliente seu já passou por duas concordatas e está pensando em uma terceira. Segundo o advogado, toda vez que a situação está difícil, a família se afasta e a gestão é profissionalizada. Quando a situação melhora, todos retornam e os problemas também.

Não se pode negar que uma cultura profissionalizada também tem vícios, como, por exemplo, as alianças internas na política da empresa; mas, acredita-se que estes possam ser menos danosos do que os anteriores, sobretudo porque estas corporações, em geral, possuem boas estruturas de governança que monitoram o seu desempenho e a sua gestão.

Muitos consultores afirmaram que os processos de declínio das empresas, nos seus estágios mais avançados, eram tão evidentes que era impossível a administração não enxergá-los. O ex-consultor e executivo José Bacellar lembra que pode ser muito difícil ter a coragem de aceitar que as coisas não estão acontecendo como imaginado e que esta é uma circunstância complexa para o ser humano. Para ele, poucas pessoas têm condições de dizer: “fiz besteira, não era por aqui, vamos corrigir o rumo”.

Marcelo Nobre reforça este conceito e descreve que é muito difícil uma pessoa aceitar que ela não está sendo capaz de realizar aquilo que acredita ter condições de fazer. Nem sempre o empresário aceita que não está sendo um bom administrador e que a empresa poderá quebrar se ele permanecer no comando.

Se isto não for rompido, o discurso de que a empresa já superou problemas semelhantes no passado tende a se perpetuar, porque nem sempre se enxergam as mudanças externas e se permanece no movimento inercial, visto que os executivos acreditam que a repetição das mesmas fórmulas de sucesso do passado irá prosperar.

Pedro Campos ressalta que as pessoas têm a tendência a se convencer de que não é necessário mudar. Para este consultor e investidor, isto é inerente ao ser humano e não ocorre apenas no mundo empresarial.

Assim, verifica-se que nem sempre os empresários têm condições ou a coragem necessária para enxergar o problema, uma vez que isto o obrigaria a sair de uma zona de conforto e tomar as medidas cabíveis. As entrevistas detectaram que as maiores resistências às mudanças estão nos próprios controladores e na alta direção.

Os consultores também advertiram que os empresários, usualmente, têm muita dificuldade para entender e aceitar a necessidade de enxugamento de custos e encolhimento da empresa, pois esta redução de porte da empresa fere a imagem e o orgulho deles. Em razão disto, é que muitas empresas focam o *turnaround* somente nas suas receitas e não nos custos e despesas. Este percurso raramente leva à recuperação.

Os profissionais entrevistados realçaram que uma atitude fundamental é a capacidade de reação da empresa e de seus gestores. O exercício de planejar é importante e auxilia na prevenção de crises, mas as empresas precisam estar prontas para imprevistos e surpresas. De acordo com estes profissionais, o maior problema não tem sido uma reação errada, mas a passividade e a falta de reação.

Jorge Queiroz afirma que, pela sua experiência, quando ele chega à empresa, ela já está em crise há pelo menos quatro anos, mas continua sofrendo da síndrome da negação, criando constantes falsas expectativas de que a situação irá melhorar naturalmente. Mas ela segue piorando diariamente.

José Bacellar diz que todas as empresas irão passar por crises operacionais; porém, para que estas se degenerem em uma crise financeira, depende também de como elas reagem. Portanto,

tão importante quanto adotar posturas preventivas é reagir rapidamente e de forma pró-ativa, quando os primeiros sinais de dificuldades são identificados.

Esta atitude de reação é crucial e deve ser feita com energia, comprometimento e dedicação, pois isto irá contagiar a organização, sobretudo se for liderada com entusiasmo e com uma boa capacidade de comandar, comunicar, persuadir e negociar. Mas também, com coragem, convicção e firmeza, sabendo endurecer quando necessário.

Outras questões muito presentes nos resultados desta pesquisa foram a ética, o caráter e a postura austera do devedor, principalmente quando os conflitos de interesses se acentuam em razão da confusão proposital entre os caixas das pessoas físicas e jurídicas, onde a empresa vai mal, mas os seus controladores mantêm o mesmo padrão de vida.

Cortar benefícios e restringir retiradas dos sócios é muito importante e parece ter um aspecto psicológico fundamental, porque sinaliza que a situação é crítica e requer sacrifício. Eduardo Gomide reforça que é muito desagradável para um credor encontrar o devedor de carro importado, viajando de férias ou fazendo compras no exterior. Para ele, esta imagem do devedor é muito relevante e, neste momento, o devedor deve demonstrar aos seus credores que está preocupado em resolver os problemas da empresa e honrar seus compromissos.

Marcelo Nobre afirma que este posicionamento do devedor perante seus credores é vital e deve ocorrer com transparência, franqueza e respeito, pois, se não houver esta consideração, o devedor irá tomar todas as medidas para reaver seus direitos. Para o advogado, a atitude dos credores nas Assembléias Gerais tem dependido muito do comportamento dos devedores ao longo da crise. Se o devedor mentiu, não foi respeitoso nas relações ou quebrou *covenants*, ele irá sofrer todas as conseqüências agora, no momento de maior dificuldade;

Ainda dentro dos aspectos éticos, a pesquisa identificou que, em situações de crise financeira, alguns empresários, de forma maliciosa e silenciosa, desviam ativos e recursos da empresa para assegurar sua condição financeira pessoal em caso de falência. Dependendo da cultura interna e do nível de controle da empresa, esta prática se alastra para outros níveis hierárquicos. Eduardo Gomide diz que a fraude está virando um cancro nas organizações e que elas se acentuam com as dificuldades financeiras.

Salvatore Milanese aponta que, quando não há punições adequadas no mercado, que sejam rápidas e efetivas, os problemas de *moral hazard*¹⁰² são muito mais fortes e que práticas ilícitas, como o não pagamento de impostos, podem se tornar normais, desequilibrando o sistema econômico.

Cristina Ferraz complementa, advertindo que várias tentativas desesperadas de determinados empresários, como a emissão de duplicatas frias, fraudam o sistema financeiro e só agravam o problema.

Em função de todo o exposto e da ainda precária qualificação administrativa de alguns empresários, a troca de gestão poderá ser uma necessidade ou uma imposição dos credores. Esta medida foi muito debatida nas empresas entrevistadas. Ainda assim, Richard Doern alerta que muitas tentativas de *turnaround* falham por intromissão dos antigos gestores ao longo do processo.

i) Informação

Quando se analisa o fator informação, deve-se ponderar que o mesmo possui algumas dimensões importantes, como aquelas necessárias para o diagnóstico da crise, a fraqueza da função financeira que não provê informações suficientes para a tomada de decisões, as demandadas pelos *stakeholders* no teste de falência e no monitoramento da execução do plano e a forma como todas elas são comunicadas em cada etapa deste processo. Todas estas dimensões estão abordadas neste tópico.

Nas empresas em que a função financeira é fraca, não se consegue medir adequadamente seu desempenho econômico, sua capacidade de endividamento e de alavancagem financeira, não se sabe com precisão sua geração operacional de caixa, enfim, sequer existem informações confiáveis para se avaliar o seu grau de saúde. De acordo com os consultores, muitas empresas de médio porte não têm sequer centros de custos definidos.

Richard Doern observa que a maioria das empresas de pequeno e médio porte não tem os instrumentos básicos e adequados de gestão financeira e, ainda, que os controles internos são muito falhos. Isso ocorre porque, nestas empresas, a área financeira é quase sempre relegada a

¹⁰² Tradução: risco moral

um segundo plano e a contabilidade é vista equivocadamente, apenas como um mal necessário, uma obrigatoriedade legal e fiscal.

Este vôo às cegas compromete a qualidade das decisões e da própria gestão, porque não se consegue visualizar com antecedência os sinais que permitiriam identificar que a empresa está com problemas, fazendo com que muitos sintomas de deterioração sejam ignorados na hora oportuna.

Além disto, a falta de informações financeiras mínimas e confiáveis torna mais difícil o diagnóstico empresarial, visto que não se consegue enxergar com clareza os desperdícios, as margens de lucro, os custos, as atividades deficitárias etc. Nestas circunstâncias, nem sempre é útil analisar as informações contábeis e gerenciais, pois elas possuem muitos erros. Como a informação é uma variável fundamental, pode ser necessário unificar dados que, em geral, estão dispersos em vários lugares.

Para um diagnóstico mais efetivo, muitos consultores têm obtido estas informações fazendo entrevistas internas com os executivos e vários outros níveis hierárquicos da organização. É quase um consenso que, em geral, o nível gerencial da empresa tem uma boa visão do que é necessário fazer para recuperá-la, conhecendo suas particularidades, as principais deficiências e o que pode ser feito para reverter a crise. Está é uma constatação clara de dispersão da informação e das falhas de comunicação.

Uma boa parte dos conflitos de interesses é oriunda das assimetrias de informação que existem entre a empresa e seus *stakeholders*. Esta disparidade, aliada à falta de uma maior transparência, em muitos casos, tem acirrado desnecessariamente muitos atritos.

Se a empresa quer conquistar o apoio de seus parceiros para aprovar, viabilizar e implementar o *turnaround*, deve reduzir estas assimetrias. Esta é a razão da insegurança que leva muitos credores a não se envolverem e apoiar os processos de recuperação como poderiam. Quase todos os profissionais entrevistados afirmaram que a transparência melhorou muito com a entrada em vigor da nova lei¹⁰³, mas, para eles, a mudança cultural ainda não se consolidou.

¹⁰³ Para os profissionais entrevistados, algumas negociações privadas já ocorriam na legislação anterior, mas não eram transparentes, corriam à margem do processo e com a condescendência do juízo.

Os credores querem sempre se assegurar de que o devedor está fazendo o seu maior esforço na negociação e, também, de alguma forma, acompanhar a execução do plano, sobretudo se tiverem aportado novos recursos.

Keyler Rocha adverte que a área financeira é a fiel do plano de recuperação, pois é ela que irá monitorar e assegurar que os passos acordados estão sendo dados e que o plano está sendo efetivamente cumprido. José Bacellar também ressalta a necessidade de ter um termômetro para monitorar o *turnaround*. Alguns indicadores críticos precisam ser controlados para balizar a implementação.

Exposta a importância da informação de uma forma ampla, resta também uma questão chave: até onde, como e quando comunicá-la? Os consultores reforçam a questão da transparência, mas explicam que deve haver uma definição tática na comunicação, pois ela não pode armar a resistência dos credores e prejudicar o *turnaround*.

Não se pode negligenciar a tentativa de autoproteção dos *stakeholders*. Assim, se a empresa antecipar uma situação muito complexa, poderá aumentar o tamanho do seu problema, pois os credores poderão romper relações comerciais e prejudicar a continuidade das operações. Isto, por si só, agrava a crise e pode levar a empresa já debilitada à falência.

Para muitos profissionais entrevistados, a forma de comunicação depende, essencialmente, da gravidade da crise e do histórico de relacionamento da empresa com seus *stakeholders*.

Todas as informações terão que ser apresentadas em algum momento, mas cabe à equipe de comunicação e a gestão do *turnaround*, divulgá-las de forma adequada e no momento oportuno. Não se deve mentir, mas junto com os problemas, recomenda-se também apresentar alternativas de soluções.

Quase todos os entrevistados também alegam que há um limite na transparência. Devem-se divulgar apenas informações que sejam úteis à negociação e à recuperação da empresa. Uma boa estratégia de comunicação, certamente, contribui no processo. José Bacellar reforça a importância da comunicação e diz que todos os seus elementos entram em jogo. Mas, todos ressaltam: não se pode deixar os *stakeholders* serem surpreendidos por fontes de informações externas. O outro limite da comunicação é a quebra de confiança.

A comunicação interna também é muito importante. Glauco Abdala explica que o *turnaround* imposto não tem muita perenidade e começam a surgir boicotes e resistências, minando sua consistência. O consultor recomenda que ele seja participativo e transparente, mesmo que isto possa ser um pouco mais demorado. Glauco revela que a experiência lhe ensinou que é muito difícil e pouco eficaz mudar as pessoas no contexto da razão, pois não se quebram hábitos e rotinas consolidados com argumentos racionais. Estas mudanças devem ser feitas no nível emocional, pela motivação; por isso a comunicação e os aspectos comportamentais são tão fundamentais. Para alcançar estes objetivos, podem ser feitos *workshops* específicos.

j) Credibilidade

Mais um fator fundamental é a credibilidade da empresa, da sua nova gestão ou dos novos interlocutores. Se não houver credibilidade, as negociações serão muito mais morosas, a demanda por informações será maior, o apoio necessário talvez não seja angariado, os recursos financeiros adicionais podem não ser aportados e o tempo poderá matar a empresa.

Em situações de crise, usualmente, a credibilidade já foi afetada e precisa ser reconstruída, o que torna a negociação muito mais difícil. Se o gestor já perdeu a confiança perante os credores, talvez a troca da gestão seja necessária ou, no mínimo, a troca do interlocutor.

A credibilidade não se refere apenas à questão ética, mas também à capacitação técnica do gestor. Assim, em situações de *turnaround*, a credibilidade decorrerá do conhecimento, da experiência e do histórico de quem vai liderar o processo. Geralmente, a troca da gestão é bem-vinda e dá ao mercado um sinal positivo, principalmente se os novos gestores forem conceituados em processos de recuperação e conheçam o mercado de atuação da empresa. Isto dá segurança aos credores e traz incentivos para levar o processo adiante.

Dentro da empresa, a credibilidade também é vital. Os profissionais que lá trabalham precisam acreditar no líder que irá levar a reestruturação em frente. Para isso, os consultores dizem que a interação ajuda, pois reduz os ruídos de comunicação e percepções mal formadas.

Finalmente, os três gestores entrevistados apontam a credibilidade como um elemento muito importante nos respectivos processos de recuperação. Todos lembram a importância do suporte que os credores financeiros deram nos momentos de maior dificuldade e se orgulham de nunca ter perdido o crédito, tendo quitado cada centavo de suas dívidas.

O quadro abaixo resume as principais considerações sobre cada um dos fatores críticos acima discutidos.

Quadro 6 – Resumo dos fatores críticos

Fundamentos do Negócio	<ul style="list-style-type: none"> • Bom produto ou serviço • Boas perspectivas do setor e do mercado • Estratégia, diferenciais e vantagens competitivas • Vocação, conhecimento agregado e competências • Ativos intangíveis: marcas, tecnologia, clientes etc.
Estabilização	<ul style="list-style-type: none"> • Gravidade da crise e preservar da vida da empresa • Alimentar o processo produtivo • Avaliar necessidade de proteção jurídica • Fontes de recursos, desinvestimentos e custos do <i>turnaround</i> • Gerar fluxo de caixa operacional e estoque de dívidas
Tempo	<ul style="list-style-type: none"> • Queda das alternativas possíveis de recuperação • O tratamento dos sintomas • Os gatilhos da recuperação • O crescimento das dívidas tributárias • O <i>turnaround point</i>
Unidade de Comando	<ul style="list-style-type: none"> • Poder decisório da crise • Agilizar decisões e responsabilidades definidas • Quebrar a rigidez e promover a transformação • Definir prioridades e visão única • Disseminar nova cultura, mentalidade e atitude
Implementação	<ul style="list-style-type: none"> • Fazer acontecer • Competência técnica e gerencial • A disciplina do <i>turnaround</i> • Agir rápido, errar pouco e corrigir a tempo • Cumprir os compromissos acordados
Oportunidade	<ul style="list-style-type: none"> • Contexto internacional • Cenário macroeconômico • Perspectivas do setor • Mudanças regulatórias ou tecnológicas • Uma onda favorável
Negociação	<ul style="list-style-type: none"> • Alinhar interesses e angariar comprometimentos • Poder de barganha, posições de força e alavancas de poder • Distribuição de perdas • Gerenciar conflitos e preservar relacionamentos • A importância do interlocutor e a busca do possível
Atitude	<ul style="list-style-type: none"> • Pró-atividade, capacidade de reação e iniciativa • Ética e austeridade • Respeito e integridade • Capacidade de assumir erros e enxergar limitações • Meritocracia e cultura organizacional profissional
Informação	<ul style="list-style-type: none"> • Qualidade das informações • A importância da função financeira • Assimetria de informações e transparência com <i>stakeholders</i> • <i>Covenants</i> e monitoramento da implementação • Estratégias de comunicação
Credibilidade	<ul style="list-style-type: none"> • Recuperar apoio e confiança perdida • Troca da gestão ou assessoria externa • Importância da manutenção do crédito e obtenção de recursos • Ética, competência e histórico de acertos • Liderança

Fonte: O autor

Como inicialmente mencionado, esperava-se que a troca de gestão fosse apontada como um elemento muito importante no *turnaround*, de forma semelhante ao que ocorre em outras economias mais experientes em processos desta natureza. Isto não se confirmou na pesquisa. Esta situação limite só está ocorrendo em casos de fraude ou de absoluta incapacidade dos gestores anteriores e, em geral, as trocas têm sido apenas parciais, muito concentradas no responsável pela área financeira. Possivelmente, esta prática possa ser explicada pela presença do dono ou dos acionistas controladores no comando das empresas.

Outra razão que pode dificultar a substituição da gestão durante uma grave crise está nos riscos associados a esta troca. É muito complicado profissionalizar a empresa nos momentos de dificuldade, pois a lei não tem salvaguardas para resguardar estes novos profissionais. A lei não segrega quem agiu bem – mesmo com ousadia de boa fé – e não obteve sucesso, de quem agiu mal – às vezes de forma temerária ou até mesmo com má fé – e levou a empresa ao insucesso. A linha de separação destes dois casos é muito tênue. Assim, não há na lei qualquer proteção para quem entre na empresa como administrador para tentar salvá-la em um momento de crise.

Mais uma variável muito apontada pelas pesquisas internacionais é a necessidade do chamado *new money* ou dinheiro novo. Aquele capital aportado na empresa já em crise, geralmente protegido por benefícios legais e que proporcionam à empresa o fôlego financeiro para iniciar o *turnaround*. Como referido em páginas anteriores, este foi um ponto muito controverso na pesquisa, provavelmente pela escassez destes recursos no Brasil, o que forçou os profissionais desta área a encontrar soluções inovadoras e criativas.

O terceiro elemento relevante em pesquisas internacionais e que não se confirmou no Brasil foi a utilidade primordial da legislação falimentar para o sucesso do *turnaround*. Isso reforça a tese de que a recuperação de uma empresa em dificuldades financeiras é muito mais econômica do que jurídica. Outro fator que pode ter contribuído é a pouca experiência brasileira na matéria, que ainda não possibilitou uma mudança cultural e a consolidação da jurisprudência. A lei foi muito elogiada, mas pouco referida ao longo de toda a investigação.

Todavia, mesmo não sendo objeto desta pesquisa, cabem aqui alguns comentários sobre a percepção destes profissionais sobre a nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências,

especialmente em função da enorme expectativa de todos os agentes econômicos pela entrada em vigor deste diploma legal.

Os entrevistados nesta pesquisa entendem que a lei trouxe alguns benefícios importantes, que têm contribuído para o sucesso das negociações, para a resolução dos impasses e para a recuperação das empresas. Na visão deles, os principais são:

- ❑ a mudança conceitual e filosofia da nova lei;
- ❑ as varas especializadas recém-criadas na cidade de São Paulo e a câmara especial no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, unificando decisões e buscando tecnicidade;
- ❑ o judiciário deixa de ser interventor e passa a ser um mediador;
- ❑ a não sucessão fiscal e trabalhista, que atrai potenciais investidores para os ativos das empresas em dificuldades, injetando capital nestes processos;
- ❑ o aspecto temporal está claro, com prazos exeqüíveis e bem definidos, concedendo ainda um tempo ilimitado para pagamento das dívidas, desde que aprovado pelos credores;
- ❑ o crédito extra-concursal; e
- ❑ a possibilidade de afastar os administradores por má gestão.

Apesar de reconhecer a importância da nova legislação falimentar, os profissionais ouvidos fizeram diversas ressalvas que merecem atenção; são elas:

- ❑ a velocidade dos processos judiciais no Brasil é muito ruim;
- ❑ ainda persiste uma aura de concordata no processo de recuperação judicial;
- ❑ a falta de uma jurisprudência consolidada;
- ❑ ainda há uma resistência grande por parte do judiciário em decretar a falência e testar seus atuais ritos, talvez por falha na percepção de seus novos conceitos; e
- ❑ a falta de proteção legal aos novos gestores que forem contratados já em uma situação de crise para tentar recuperar a empresa.

No entanto, um elemento foi fortemente criticado por quase todos os profissionais ouvidos. Trata-se da falta de um tratamento apropriado para equalizar as dívidas tributárias da empresa em crise que, como já apontado, tendem a ser o seu maior passivo. Para estes profissionais, enquanto esta questão não for solucionada e devidamente regulamentada, dificilmente os

processos de recuperação judicial atingirão seus objetivos plenos, visto que permanecem dúvidas sobre a real capacidade de geração de caixa da devedora após a reestruturação.

De acordo com os especialistas, atualmente, os parcelamentos de impostos ainda estão restritos a sessenta meses e com correção pela taxa Selic. Isso pressupõe que as dívidas bancárias com bancos e fornecedores também deveriam ser reestruturadas nestes parâmetros. A equação não fecha, uma vez que o valor presente da dívida não se altera. A empresa continua tecnicamente quebrada, mas só irá explodir alguns anos depois.

A recomendação dos especialistas é que tais dívidas sejam reescaloadas nos mesmos moldes em que o conjunto de credores aceitou equacionar seus direitos ou que sejam parceladas em condições diferenciadas, em um procedimento semelhante ao adotado nos Estados Unidos.

Um ponto controverso apurado por esta pesquisa está na percepção sobre os reflexos da nova legislação nos custos de falência das empresas, sobretudo decorrente dos seus formalismos legais e dos novos elementos por ela introduzidos. Como pode ser observado na ilustração abaixo, não há consenso sobre estes dados, possivelmente pela pouca experiência de todos da aplicação desta lei.

Figura 31 – Opinião sobre os custos de falência com a nova lei

Fonte: O autor

7.2.3 Proposição de um modelo conceitual para a recuperação de empresas

Entende-se por modelo uma esquematização teórica idealizada, que procura representar os elementos essenciais que compõem um processo real. Os modelos buscam reproduzir a realidade em seus aspectos mais relevantes, enunciando explicitamente os relacionamentos entre seus componentes.

Enquanto as teorias explicam, os modelos visam a representar sistemas complexos e oferecer perspectivas comuns de discussão à comunidade científica, onde, mesmo aqueles que não concordam com um determinado modelo, podem conceber, propor e testar outros alternativos. Desta forma, modelos contribuem para o avanço do conhecimento, sobretudo quando realçam as suas principais descobertas e identificam lacunas a serem preenchidas ou novas etapas a vencer. Mas, deve ser ressaltado que lidar com modelos não é uma tarefa simples e requer rigor e critérios.

Observa-se que toda pessoa, mesmo que de forma até intuitiva, usa constantemente modelos para tomar decisões. Assim, cabe à ciência propugnar pelo estabelecimento das melhores concepções.

Conforme exposto em seus objetivos centrais, este trabalho também se propôs contribuir para a evolução e o desenvolvimento de um modelo teórico que possa servir como referência para a estruturação de processos de *turnaround*, visando à recuperação de empresas em dificuldades financeiras.

Como pôde ser observado na literatura técnica apresentada nos capítulos anteriores, não existe um modelo conceitual único e consolidado que seja reconhecido com unanimidade pelos autores estudados. Não obstante, foi possível constatar que os modelos oferecidos contêm fases e atividades pré-definidas, que contribuem para a orientação e o entendimento de um *turnaround*.

Reconhece-se, aqui, o valor dos modelos indicados pela teoria, que conseguem traduzir um universo de enorme complexidade em representações simples, didáticas e esclarecedoras. Por outro lado, o percurso evolutivo da ciência demanda a construção de modelos mais completos e sofisticados.

Verificou-se, ainda, que eventuais modelos contidos nos materiais de divulgação dos serviços prestados pelas empresas de consultoria são apenas um *mind frame*, ou seja, uma estrutura didática de organização de raciocínio, de forma que as diversas etapas do *turnaround* possam ser compreendidas por profissionais sem experiência nesta atividade e por potenciais clientes, não necessariamente, representando a realidade prática de atuação destas empresas.

Sabe-se que a construção de um modelo se constitui em um processo de caráter subjetivo e sabe-se, também, que definir o escopo de elementos que o compõem é algo muito desafiador, pois modelos muito simplificados podem não ser aplicáveis, enquanto outros demasiadamente complexos podem se tornar incompreensíveis ou inexplicáveis.

Buscando aprimorar sua percepção sobre os principais componentes deste processo, esta pesquisa, além de realizar um significativo levantamento bibliográfico, procurou se respaldar em casos reais e nas experiências vividas por conceituados profissionais nestas intervenções, compreendendo suas abordagens de trabalho, as principais dificuldades encontradas e os fatores que mais contribuíram para os casos de sucesso. Como já assinalado, foram entrevistados, ainda, outros importantes atores envolvidos, como gestores, advogados e administradores judiciais. Esta multiplicidade de perspectivas permitiu um conhecimento mais denso e qualificado sobre todo este processo e uma percepção mais adequada da riqueza de seus detalhes.

O modelo proposto nesta tese procura identificar os elementos julgados mais importantes, condensando-os em uma representação que evidencie uma seqüência lógica e consistente e que possa ser implementada de maneira prática em uma situação de crise financeira.

Como são infinitas as possibilidades de problemas que podem levar uma empresa a enfrentar dificuldades financeiras, bem como suas alternativas de reversão, sintetizar este processo de cura em um único modelo não deixa de ser uma tarefa instigante.

Todavia, é necessário reconhecer que há no modelo proposto uma simplificação dos processos envolvidos. Pela própria natureza e diversidade do tema estudado, esta proposição focou-se nas variáveis essenciais de um *turnaround*, mas permaneceu flexível para abranger um grande número de situações, mesmo os casos mais complexos e de maior dimensão, como Parmalat e

Varig, por exemplo, que, de acordo com Fabio Astrauskas e Antônio Toro, pelo seus portes e características, são sempre cheios de exceções.

Todos os elementos que compõem o modelo proposto já foram exhaustivamente debatidos na fundamentação teórica desta tese e nos resultados de pesquisa apresentados nos itens anteriores. Acredita-se que seja desnecessária uma reapresentação desses componentes.

Por fim, é importante revelar que o modelo construído nesta pesquisa também buscou articular de forma coerente as várias contribuições dos autores estudados e dos profissionais entrevistados.

Antes da implementação das dimensões sugeridas por este modelo, recomenda-se a formação de um comitê gestor do *turnaround*, composto por três equipes básicas, constituídas conforme o organograma abaixo.

Figura 32 – Organograma da gestão do turnaround

Fonte: O autor

Nesta concepção, cabe à gestão do *turnaround* ser a unidade de comando que coordene toda a reestruturação¹⁰⁴, centralize e agilize as decisões emergenciais e, ainda, gerencie as três equipes específicas deste projeto. São elas:

- Gestão da crise – responsável pela dimensão financeira exposta no modelo proposto, com a missão inicial de preservar a estabilidade da empresa e de suas operações. Sua

¹⁰⁴ A esta função, o mercado atribui o título de CRO – *Chief Restructuring Officer*.

preocupação central está no caixa e na definição das prioridades de pagamentos. Seus focos estão voltados para o presente e os problemas passados. Esta equipe é formada por profissionais das áreas financeira e jurídica da organização.

- Gestão da transformação – responsável pelas dimensões estratégicas e organizacionais ou operacionais do modelo, a quem cabe repensar a empresa e conduzir os trabalhos de diagnóstico, formulação do plano de recuperação, racionalização e a coordenação da efetiva implantação das melhorias. Os objetivos desta equipe estão voltados para resultados imediatos, mas, principalmente, para promover as mudanças que construirão o futuro. Esta equipe deve ser formada por membros das diversas áreas operacionais e comerciais da empresa, destacados especialmente para a esta função.
- Gestão da comunicação – trata-se de uma equipe centralizadora e responsável por toda a comunicação institucional da organização durante a sua crise, zelando por sua imagem e mantendo informados os *stakeholders*, a imprensa, os consumidores, a opinião pública etc., em um trabalho preventivo e corretivo de divulgação de informações relevantes, tanto para o público externo, quanto para o público interno. Ela trabalha como suporte e em parceria com as outras duas equipes.

Esta segregação de funções permite uma definição de atribuições mais clara e cria condições para que não se misture o constante “apagar de incêndios” diários do departamento jurídico e da tesouraria, com as ações operacionais e estratégicas que a empresa precisa tomar, para que o amanhã possa ser melhor.

A gestão do *turnaround*, muitas vezes, é liderada pelo próprio presidente da organização, em especial quando já houve a troca da gestão; mas estas decisões devem ser ponderadas por outros fatores, como a atitude, a credibilidade e a competência para promover a implantação, conforme caracterizado no tópico anterior desta pesquisa. Em casos onde a troca da gestão se faz necessária, esta é uma excelente oportunidade para o ingresso dos novos profissionais.

Dependendo do porte da organização e da magnitude de sua crise, estas funções deverão ser exercidas por profissionais com dedicação integral e exclusiva ao *turnaround* ou mesmo por consultores externos especialmente contratados, mas não se podem desfaltar as atividades da empresa, que devem continuar operando normalmente. Pela própria natureza dos desafios a serem enfrentados, recomenda-se que estas equipes sejam constituídas por profissionais com

perfis, habilidades, conhecimentos e experiências específicas, condizentes com os resultados que se pretende atingir.

Em empresas de menor porte, talvez não se consiga montar essas equipes internamente, a não ser que sejam trazidos profissionais de fora, o que nem sempre é possível dada a precária condição financeira. Esta é sempre uma situação difícil.

Um dos objetivos da constituição destas equipes exclusivas para gerir o *turnaround* é blindar a operação da empresa, de forma que a crise financeira não contagie as suas demais áreas e afete a qualidade dos serviços prestados, a rotina profissional dos que lá trabalham, as vendas e outras funções básicas, reduzindo os reflexos do problema de caixa no clima organizacional e no ambiente de trabalho na organização.

Esta medida, aliada a um eficiente trabalho de comunicação interna, atenua boatos distorcidos e diminui a possibilidade dos funcionários perderem produtividade por preocupações com seu futuro – a perda do emprego e o não recebimento de salários. Além disto, o fortalecimento da confiança interna transparece aos demais *stakeholders*, ajuda a preservar relações comerciais e a reter os principais talentos da empresa.

Figura 33 – Blindar a operação

Fonte: O autor

A concepção do modelo proposto por este tese entende que o *turnaround* não é um processo linear e seqüencial, mas que, na maioria de seus casos, assemelha-se ao atendimento de um

paciente politraumatizado que demanda diversas ações simultâneas e uma equipe de trabalho multidisciplinar, com competência para agir de forma rápida e eficaz em todas as frentes necessárias.

Não existem soluções prontas de *turnaround*. Cada caso tem suas particularidades, sendo preciso entender a empresa, seus problemas, o seu setor e o seu mercado de atuação, para que se possa desenhar um projeto personalizado, onde a subdivisão por fases certamente auxilia na compreensão do processo como um todo e em seu planejamento, permitindo ações mais prioritárias, conforme a situação exija.

É um risco pensar o *turnaround* como um processo sempre linear, onde uma fase ocorre após a outra. A recuperação não é procedimento de uma ciência exata, mas de uma ciência humana e que tem um componente negocial muito importante para se conseguir o suporte de empregados, credores, fornecedores, dentre tantos outros. Em função disto, muitas vezes, as decisões precisam ser repensadas e recomendam uma volta à prancheta para revisão do planejamento efetuado.

Antônio Toro orienta que uma recuperação é sempre um quebra-cabeça complexo e montado sobre uma piscina onde, quando uma peça é colocada, outra pode se soltar. Por isso se torna difícil pensá-la como um processo todo estruturado, com etapas lineares e sequenciais.

Mais do que um encadeamento de eventos, uma recuperação tem algumas dimensões e vários componentes, que precisam ser aplicados em doses diferentes, de forma a mais lógica possível. Cabe ao gestor do *turnaround* descobrir quais são os componentes necessários e quais são os que estão disponíveis, utilizando-os no momento possível e adequado.

Quando uma empresa precisa de um *turnaround*, é provável que a patologia já tenha afetado a várias áreas internas. Isto é comum. Desta forma, recomenda-se uma atuação simultânea em múltiplas frentes ou dimensões, que precisam de tratamento rápido. É importante saber priorizar, mas todas as dimensões devem ser atacadas ao mesmo tempo.

Um modelo apenas linear e estruturado em fases pressupõe o término de uma, para o início da próxima. Por outro lado, um modelo matricial, que contemple as dimensões mais relevantes do *turnaround*, atende com mais propriedade à dinâmica deste processo.

As três dimensões sugeridas pelo modelo proposto são interdependentes e devem conter a flexibilidade necessária para serem subdivididas ou desmembradas em outras, em função das características da crise a ser superada.

O modelo construído por esta tese recomenda a organização do *turnaround* em três macro-dimensões: financeira, organizacional e estratégica, dispostas no eixo vertical da matriz. No eixo horizontal está o tempo, um componente crítico de sucesso já explicado anteriormente.

A variável predominante no início deste processo é a severidade da crise vivida pela empresa, pois, dependendo de sua intensidade, mais etapas deverão ser antecipadas e medidas mais drásticas terão que ser tomadas. Deste modo, a concepção das fases dentro de cada dimensão da recuperação dependerá, inicialmente, da existência ou não de uma crise de caixa e da disponibilidade de recursos financeiros para que outras etapas possam ser implementadas.

A figura abaixo ilustra os pilares iniciais do modelo e correlaciona as dimensões de trabalho com as equipes do *turnaround*, conforme o organograma e as definições de responsabilidades oportunamente apresentados. Cada uma destas dimensões e suas várias subdivisões estão descritas neste capítulo.

Figura 34 – Dimensões do modelo proposto

Fonte: O autor

a) A dimensão financeira

Seu objetivo inicial é administrar a crise, preservar a liquidez da empresa e alimentar o processo produtivo para que ela não pare. Usualmente, a situação de caixa é gravíssima; por isso se recomenda que o primeiro passo seja restabelecer um canal de comunicação com os *stakeholders*, informando o início de um processo de recuperação e que, em breve, a empresa estará apresentando um plano estruturado com as medidas a serem tomadas e que eles serão convidados a participar das reuniões, quando estas ações serão divulgadas. Isto já tende a dar algum fôlego à empresa e diminuir a pressão.

Na situação de urgência, a principal preocupação é manter a empresa funcionando e o diálogo com os fornecedores deve assegurar o fornecimento de insumos e matéria-prima. Para tanto, a credibilidade do interlocutor é fundamental, pois a empresa já pode ter quebrado vários acordos anteriores. Deve-se conversar também com os credores financeiros, como bancos e *factorings*, visando a impedir eventuais execuções, apreensões de ativos e ganhar tempo. Os advogados devem estar permanentemente atentos a pedidos de falência e avisos de protestos.

Se a crise de financeira for muito grave e o diálogo não estiver produzindo os resultados necessários, deve-se avaliar a necessidade de proteção judicial para dar prosseguimento à recuperação, uma vez que, se não houver as condições mínimas para que o trabalho possa ser realizado com alguma tranquilidade, talvez um procedimento concursal seja apropriado, mesmo que esta medida seja mais custosa e dolorosa. Nesta fase, o importante é ficar vivo.

Em paralelo, devem-se quantificar as necessidades imediatas de caixa e, para isto, pode ser necessário remontar os instrumentos de gestão financeira da empresa, como os seus relatórios de fluxo de caixa, traçando panoramas no curto e no médio prazo. Os relatórios produzidos apontam as perspectivas de fôlego financeiro e auxiliam no dimensionamento dos recursos que a empresa precisa para sustentar sua atividade operacional. Com base nestas informações, pode-se mensurar a velocidade de deterioração da organização e uma eventual necessidade de apoio complementar imediato dos bancos e outros credores.

Luis de Lucio ressalta a importância de estabilizar a empresa e faz uma interessante analogia. Para o consultor, este momento é semelhante a um avião que já está na pista decolando e a equipe de engenharia do aeroporto informa que a pista não é longa suficiente para que ele levante vôo. Assim, é necessário fazer rapidamente uma extensão desta pista, porque o avião

está em movimento e não consegue frear. O papel da equipe de Gestão de Crise é este: comprar vida e, com agilidade, ir estendendo a pista. Não cabe a este time levantar vôo. Quem sabe fazer isto é o piloto – a equipe de Gestão da Transformação ou os novos executivos contratados. Assim, é importante criar pista suficiente para que o piloto consiga levantar vôo.

Nessa situação, devem ser adotadas todas as medidas possíveis para melhorar a liquidez da empresa. Práticas muito salutares são a centralização dos pagamentos e a implantação de rigorosos controles de compras e saídas de caixa. Para isto, vários consultores exigem em sua proposta de trabalho que a “chave do cofre” fique com eles, ou seja, que todas as liberações de pagamentos sejam avaliadas, somente sendo autorizados aqueles estritamente necessários para a continuidade e a manutenção das atividades operacionais, como a folha de pagamentos, os fornecedores estratégicos, as retenções de impostos¹⁰⁵ etc. Além disto, este monitoramento do caixa traz muita sensibilidade, pois permite que se enxergue com precisão de onde vem o dinheiro e para onde ele está indo, aflorando inúmeros vazamentos e desperdícios.

O prazo de estabilização depende do porte da empresa e da magnitude de sua crise. É de vital importância lembrar que a gestão da crise resolve apenas os problemas imediatos e alivia o desconforto de alguns sintomas, mas raramente reverte a raiz da crise.

Após a conclusão do diagnóstico, é necessária a quantificação dos recursos para implementar o *turnaround* e avaliar a viabilidade financeira das diversas alternativas de valor. Como constatado nesta pesquisa empírica, praticamente todos os processos de recuperação requerem recursos financeiros para serem viabilizados, principalmente em função das rescisões de contratos operacionais e trabalhistas, ou seja, a posição do caixa piora antes de melhorar.

Alguns consultores recomendam, ainda, que a empresa se prepare com antecedência para este processo e tenha reservas financeiras ou ativos que possam ser facilmente conversíveis. Como obter novos recursos financeiros nem sempre é possível, as empresas têm conseguido gerá-los internamente, conforme exposto no tópico anterior desta tese.

A fase seguinte, o início da reestruturação financeira, acontece na negociação e aprovação de um plano de recuperação e o conseqüente alongamento dos prazos das dívidas comerciais e

¹⁰⁵ O recolhimento dos impostos e contribuições retidos nos pagamentos a terceiros é fundamental, pois pode ser considerado apropriação indébita e os administradores como depositários infieis, cuja pena é a prisão.

financeiras. Com o andamento do *turnaround*, a companhia já deve estar gerando caixa e busca recompor o seu capital de giro próprio.

A reversão positiva dos resultados operacionais e a melhora na liquidez estimulam os acionistas a injetar capital na organização e permitem a ela renegociar o perfil de seu passivo com instrumentos mais apropriados ou em condições mais interessantes, reduzindo custos, liberando garantias e redesenhando sua estrutura de capital.

Na última etapa, a empresa volta a buscar a otimização de sua estrutura de capital, considera novamente operações de alavancagem financeira e pode definir suas políticas de dividendos. A figura abaixo reflete as várias fases da dimensão financeira aqui explicada.

Figura 35 – A dimensão financeira do modelo

Fonte: O autor

b) A dimensão organizacional

Como observado, é essencial preservar a vida da empresa e, nesta linha, Nelson Bastos orienta que, para sair do buraco, primeiro é necessário parar de cavá-lo. Assim, em paralelo à estabilização, deve-se buscar estancar todo o sangramento, fechando os drenos e diminuindo a necessidade de recursos financeiros da organização. Esta etapa é chamada de racionalização,

cujo objetivo é tomar medidas que produzam resultados imediatos como: corte de custos, revisão nas políticas de preço, reduções de ativos etc.; e que prolonguem a estabilidade e permitam a conclusão do diagnóstico, a negociação do plano e a reestruturação estratégica.

Estas ações imediatas também contribuem para o alívio dos sintomas e possibilitam o corte das gorduras remanescentes. Recomenda-se aproveitar este momento crítico para algumas ações agudas e necessárias, como quebrar feudos internos, rescindir contratos de trabalho mais problemáticos e reavaliar alguns cargos de gestão.

Como o foco é gerar caixa e lucros rapidamente, as despesas administrativas são as primeiras a serem atacadas. Ainda não é possível redefinir a nova estrutura organizacional, mas deve-se reduzir ao limite o *overhead*, suspender todos os serviços não essenciais e renegociar as condições acordadas com os principais prestadores de serviço, reavaliando o escopo dos contratos ao mínimo necessário.

Em relação aos custos, a racionalização recomenda converter fixos em variáveis e diminuir ao máximo o volume de contratações de serviços. Os fornecedores devem ser reavaliados e as trocas não estão descartadas. Um programa de demissão voluntária pode ser uma alternativa interessante, pois redução de pessoal, provavelmente, será necessária.

Eduardo Gomide afirma que existe um grande estigma de que reestruturação é degola, ou seja, apenas demitir funcionários e cortar empregos. Para o consultor, isto é uma mitologia de quinze anos atrás, dos antigos *downsizings*¹⁰⁶, que hoje quase todas as empresas já fizeram. Ainda segundo Gomide, o ponto nevrálgico não está mais na folha de pagamentos e não é só com demissões que a crise será revertida. As empresas não têm mais esta gordura toda para cortar.

Na linha da receita, a política de preços deve ser inteira revisada. Não apenas os consultores, mas também os próprios gestores entrevistados reconheceram que foi possível identificar muitas falhas de precificação do *portfólio* de produtos e distorções nos preços praticados pelas empresas aos consumidores finais e aos distribuidores. Políticas de preços mais agressivas

¹⁰⁶ Tradução: redução de tamanho e níveis hierárquicos.

também podem ser viáveis para produtos com margem de contribuição positiva e capacidade produtiva ociosa. Novos canais de distribuição quase sempre trazem respostas rápidas.

Contratos comerciais deficitários têm que ser rescindidos e a empresa deve descontinuar as linhas de produção e os produtos finais que não sejam rentáveis ou estratégicos, mesmo que isto implique em diminuição de seu porte e em queda do faturamento. A produção seletiva prioriza as iniciativas que geram caixa rapidamente ou que têm menor impacto na necessidade de capital de giro. Neste momento, devem-se focar produtos e clientes com margens maiores.

Ainda na fase de racionalização, a padronização de condutas, a centralização de atividades e o aprimoramento dos controles trazem bons resultados. Conforme os dados coletados por esta pesquisa, freqüentemente os controles internos básicos das organizações se demonstram muito frágeis. Com todas estas medidas, muitos ralos são tampados e os resultados começam a se refletir quase que imediatamente na tesouraria. Entretanto, se a atividade operacional não começar a gerar caixa rapidamente, o sucesso do *turnaround* poderá ser comprometido.

Para recompor o caixa, a empresa pode vender ativos não essenciais ou unidades produtivas não estratégicas; mas a falta de Certidão Negativa de Débitos – CND – não permite que ela realize ativos sem o risco de sucessão tributária, fora de um processo de recuperação judicial. Para os consultores entrevistados, os ativos tangíveis são ferramentas de reestruturação e mesmo os operacionais podem ser objeto de operações de *sale and lease back*.

Todas estas medidas trazem sensibilidade aos gestores e aos *stakeholders* sobre a capacidade da empresa de responder ao *turnaround* e superar a crise. Este é um período muito doloroso em todo o processo e, para manter a atitude das equipes, os resultados precisam aparecer.

Após o diagnóstico estratégico¹⁰⁷, a nova arquitetura estratégica e o novo modelo de negócios devem ter sido concebidos, permitindo que se inicie a revisão de seus processos operacionais e de suporte. Glauco Abdala reconhece que há muito que se fazer nesta etapa. Destes trabalhos nasce uma nova estrutura organizacional, possivelmente com redução dos níveis hierárquicos e, certamente, mais enxuta, ágil, competitiva e adequada à realidade.

¹⁰⁷ Isto evidencia a interdependência das três dimensões propostas neste modelo.

Os objetivos destas medidas são reduzir custos, ganhar eficiência e elevar a produtividade. A empresa já deve estar operando de forma mais lógica e organizada. Todos os sistemas são reavaliados e, talvez, alguma substituição ou customização seja necessária para alinhá-los aos novos processos internos desenhados. Os investimentos em sistemas, tecnologia e treinamento consolidam os avanços conquistados.

Como se pode observar, inúmeras ações desta dimensão organizacional foram implantadas sem que o diagnóstico estivesse concluído. Mesmo assim, essa abordagem aparenta ser a forma mais eficaz de produzir resultados rapidamente, pois os problemas precisam ser resolvidos para que os sintomas sejam eliminados. Nem sempre é possível descobrir porque estes problemas aconteceram. Nas primeiras fases desta dimensão, se vai da consequência para a causa e não da causa para a consequência. O detalhamento das fases da dimensão organizacional está apresentado na figura abaixo.

Figura 36 – A dimensão organizacional do modelo

Fonte: O autor

Como os próprios gestores entrevistados enfatizaram, as mudanças organizacionais sempre ajudam, mas os resultados efetivos provêm da transformação estratégica.

c) A dimensão estratégica

Na análise das causas das crises financeiras foi possível constatar que aquelas de maior impacto e dificuldade de reversão, com frequência, têm origem estratégica. Contudo, analisar erros estratégicos não é uma tarefa simples, além do que, a formulação de uma nova estratégia demanda informações que nem sempre se encontram disponíveis.

Assim sendo, qualquer trabalho na dimensão estratégica solicita um diagnóstico prévio, que fundamente as decisões a serem tomadas e subsidie o plano de recuperação. É desta análise que serão identificadas as possíveis alternativas de valor e as eventuais necessidades de aportes financeiros para cada uma delas. Não são recomendadas ações de maior alcance e qualquer injeção de capital, sem que o diagnóstico aponte os novos rumos da organização e os passos que precisam ser dados para que se alcance uma posição competitiva sustentável.

O *turnaround* deve começar com um diagnóstico profundo, mas objetivo, visto que, se houver uma crise de caixa, não há muito tempo disponível. Seu escopo não se restringe ao estratégico e contempla as operações, a organização e o próprio financeiro. Alguns consultores acreditam que o diagnóstico deva abordar questões como: liderança, motivação, qualidade de gestão, tecnologia, logística, recursos humanos, aspectos fiscais, canais de distribuição etc. Esta definição deve considerar as características da organização e de sua crise.

Cabe ao diagnóstico verificar se a empresa tem boas chances de recuperação, entendendo os problemas enfrentados, suas causas e as possibilidades de reversão. É vital ter uma visão clara sobre as perspectivas de sucesso do *turnaround* e dos riscos a ele associados, uma vez que, deste processo, poderá vir a recomendação de fechar a empresa ou vendê-la parcialmente.

Portanto, o diagnóstico precisa compreender a organização, seu negócio e sua estratégia, para analisar sua viabilidade econômica e financeira e parametrizar o plano de recuperação. Mas pode ser ingenuidade acreditar na elaboração de um diagnóstico perfeito. Não há tempo para isto e a própria dinâmica do processo de recuperação pode exigir que ele seja revisto algumas vezes. Na visão da maioria dos consultores entrevistados, o diagnóstico proporciona apenas os macrocaminhos. Aprende-se muito sobre a empresa ao longo do processo de reestruturação, com os trabalhos que estão sendo feitos em paralelo, o que estimula uma revisita ao mesmo.

A abordagem do diagnóstico deve ser holística; mas, algumas vezes, pode ser desnecessário identificar as causas originais, pois elas já se desmembraram em muitas outras. É importante atacar todas as áreas e funções que foram afetadas e precisam ser corrigidas. Com os trabalhos de campo, as causas tendem a aparecer naturalmente, mas o foco já deve estar nas soluções.

Uma variável importante para a conclusão deste trabalho é a disponibilidade de informações confiáveis. A equipe de campo deve captar informações suficientes que lhe permitam entender a crise, o negócio e o mercado em que ela atua. Pesquisas mercadológicas podem auxiliar, porém, habitualmente, os executivos no nível gerencial da empresa sabem o que precisa e o que pode ser feito. Quase sempre a solução está dentro da própria empresa; por isso, as entrevistas pessoais com os principais executivos e com a gerência intermediária têm sido a principal tática de coleta de informações adotada pelos consultores entrevistados.

Os detalhes conceituais de um diagnóstico foram tratados na fundamentação teórica desta tese, mas uma variável reveladora captada por esta pesquisa empírica foi um forte indicativo da utilização da prática de *benchmarking*. Para os profissionais entrevistados, as análises comparativas trazidas por esta ferramenta permitem julgamentos conclusivos mais rápidos e eficazes, evitando retrabalhos e perda de tempo.

Um dos produtos finais do diagnóstico deve ser um plano de recuperação que defina o novo posicionamento estratégico da empresa e as ações a serem tomadas para viabilizar o seu novo modelo de negócios e a estrutura organizacional adequada. É fundamental que este plano seja consistente, resuma o escopo das mudanças pretendidas e proponha alternativas de valor para os *stakeholders*. Estas medidas devem ser quantificadas e demonstrar a viabilidade econômica e financeira da organização. Estes números permitem avaliar a necessidade de novos recursos financeiros, a capacidade de geração de caixa da empresa reestruturada e suas possibilidades de fazer frente ao passivo contraído.

Para efetuar estes cálculos, praticamente todos os consultores trabalham com modelagens financeiras. Segundo eles, isto traz agilidade às simulações e credibilidade aos números finais. As alternativas de reestruturação são debatidas internamente e mensuradas financeiramente. O envolvimento do corpo de funcionários da empresa pode ser importante, visto que eles têm muito mais experiência para avaliar a viabilidade de cada uma das medidas propostas. Além disso, eles é que irão executar o plano no futuro. Este comprometimento é fundamental.

Caso os números apurados não se demonstrem satisfatórios, deve-se reavaliar as medidas a serem tomadas. Simulações de “*what if*”¹⁰⁸ podem ser interessantes e quantificar os impactos de outras medidas no resultado da empresa. É importante encontrar uma proposta de equilíbrio que seja atraente e negociável com os *stakeholders*.

Aprovado o plano, o desafio passa a ser implementá-lo, monitorando sua performance e corrigindo eventuais desvios ou resultados não esperados, uma vez que a recuperação bem sucedida preservará o negócio e criará valor para todos os envolvidos.

Em todas estas fases a comunicação interna e externa é crucial, pois deixa claras as regras do *turnaround* e os novos objetivos da organização. A consolidação do novo modelo, a retomada do crescimento e a criação de valor somente se concretizarão se as principais lideranças estiverem motivadas e devidamente remuneradas para tanto.

Figura 37 – A dimensão estratégica do modelo

Fonte: O autor

¹⁰⁸ Tradução: “e se”.

As próximas etapas podem compreender o acesso a novos mercados, o desenvolvimento de novos produtos etc. Os resultados, provavelmente, aparecerão com mais força e, dificilmente, as mesmas causas voltarão a deteriorar a empresa no futuro. Por fim, os profissionais de consultoria devem retornar, gradativamente, o poder à nova estrutura de governança e gestão da organização, de forma que a transição seja tranqüila, serena e evite descontinuidade. A figura anterior ilustra as fases da dimensão estratégica.

d) A função-objetivo da empresa

Esta pesquisa procurou demonstrar ao longo de toda a sua fundamentação teórica e de seus resultados empíricos, que as negociações com os *stakeholders* desempenham um papel vital durante o *turnaround*, não apenas em função das alavancas de poder que a lei lhes confere, mas, principalmente, em decorrência da fragilidade e da necessidade de apoio à empresa devedora durante sua crise.

Evidenciou-se, ainda, que o interesse econômico dos acionistas e administradores deveria ficar subordinado ao dos *stakeholders*, mesmo que eles ainda detenham a condução dos negócios e tenham poder para adotar as estratégias egoístas explicadas. Neste contexto e buscando enriquecer o modelo conceitual proposto, esta tese inclui uma nova perspectiva e um outro eixo horizontal em sua concepção: a função-objetivo da organização.

De acordo com essa proposição, até que a estabilização financeira esteja consolidada, que o plano de recuperação esteja aprovado e em implantação, que o passivo esteja renegociado e sendo amortizado regularmente nas condições acordadas, a meta fundamental da organização deveria ser satisfazer aos interesses de todos os *stakeholders*, uma vez que o objetivo de maximizar o valor da empresa para os acionistas deve ser preterido até que as condições acima estejam satisfeitas

A figura adiante demarca e expõe com clareza esta reavaliação da função-objetivo da organização, delimitando os fatos econômicos e financeiros desejados para que se restabeleça a função anterior.

Figura 38 – O modelo proposto e a função-objetivo da empresa

Fonte: O autor

Em linha com os conceitos teóricos, Silveira (2004) apontou que a escolha da função-objetivo da empresa depende da consideração de três dimensões principais:

- dimensão sociedade – qual função gera maior bem-estar para a sociedade?
- dimensão empresa – qual a função torna a empresa mais eficiente?
- dimensão profissional – qual função especifica melhor como os executivos devam tomar decisões e ser avaliados?

Em condições de solvência, Jensen (2001) demonstrou que as três dimensões eram satisfeitas e melhor atendidas pela teoria de maximização da riqueza dos acionistas. Por sua vez, o advento de uma crise financeira de maiores proporções leva a respostas diferentes para cada uma das questões acima apresentadas, evidenciando que o equilíbrio dos interesses entre os *stakeholders* pode gerar maior bem-estar para a sociedade, tornar a empresa mais eficiente e nortear como os executivos devem tomar suas decisões.

As dificuldades financeiras contribuem para reduzir *trade-offs* entre os diversos *stakeholders* e esta maior convergência de interesses¹⁰⁹, que a crise traz, coíbe ineficiências e pode gerar os incentivos necessários para que haja um maior apoio ao plano de recuperação.

Esta tese vem demonstrando que o *turnaround* de empresas em crise financeira é um tema absolutamente abrangente, multidisciplinar e que contempla um número muito grande de variáveis, tornando-o complexo. O modelo aqui proposto reconhece esta amplitude do assunto estudado e em momento algum pretende esgotar a discussão ou encontrar a solução definitiva. Porém, procura contribuir para a evolução do conhecimento, trazendo elementos/variáveis aspectos julgados relevantes como: as três dimensões paralelas, a concepção de fases intermediárias dentro de cada dimensão, a organização das equipes de gestão, o delineamento de objetivos claros em cada etapa do *turnaround*, a importância da comunicação ao longo de todo o processo, a reflexão sobre a função-objetivo da empresa também ao longo de todo o processo, entre outras.

O modelo proposto satisfaz e pode contemplar, ainda, os dez fatores críticos de sucesso, apontados no tópico anterior, revelando a consistência e a aplicabilidade prática dos termos sugeridos. É evidente que este modelo pode possuir limitações, mas acredita-se que as vantagens e os benefícios trazidos sejam relevantes e contribuam para a reflexão e o avanço da ciência. Acredita-se que esta proposição pode ser vista como uma contribuição para futuras pesquisas, pois, como qualquer outro novo modelo, o aqui representado requer novos testes empíricos, que poderão conduzir a refinamentos positivos em sua concepção original.

Finalmente, são inseridas no modelo as setas verticais que possuem a finalidade de evidenciar a interdependência constante que existe entre as três dimensões fundamentais – estratégica, organizacional e financeira. Aplicam-se também, linhas de grade em segundo plano, com o objetivo de ilustrar a sincronia temporal entre as fases internas de cada uma dessas dimensões fundamentais. O modelo completo está detalhadamente apresentado a seguir.

¹⁰⁹ Todos passam a buscar o resgate de valor da organização e a recuperação da sua capacidade de pagamento.

Figura 39 – O modelo de recuperação completo
 Fonte: O autor

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em seus objetivos centrais, esta pesquisa se propôs a identificar os fatores que mais poderiam contribuir para o sucesso da recuperação de empresas no Brasil e conceber um modelo teórico que pudesse servir de referência para a estruturação destes processos. Acredita-se que os dois pontos tenham sido adequadamente atendidos, assim como foram apontadas as principais causas de insolvência, suas recorrências e os possíveis padrões de erros, conforme requerido nos objetivos específicos.

Como assinalado nas limitações da pesquisa, esta tese aceitou o desafio de explorar um tema novo no contexto brasileiro, percorrendo o difícil caminho de desbravar uma matéria carente de pesquisas acadêmicas no Brasil, sem muitas fontes de informação confiáveis sobre suas experiências históricas, com poucos dados estatísticos sobre as variáveis mais relevantes e, principalmente, delimitado por regras de direito recentes e ainda não devidamente testadas.

Esta escassez de informações disponíveis sobre este tema não é uma característica apenas do atual momento brasileiro. Como pode ser observado na própria bibliografia que fundamentou esta tese, mesmo considerando a realidade e a ampla experiência internacional, não são muitas as pesquisas que nele se aventuram¹¹⁰, sendo, em sua maioria, de cunho qualitativo e quase a totalidade abrangendo apenas frações ou tópicos específicos de um *turnaround*.

Por outro lado, esta pesquisa identificou problemas reais, situações concretas e um campo de estudos desprovido de referenciais mais completos. Esta tese traz para a academia um debate que cresce de forma acelerada no ambiente empresarial e na comunidade jurídica.

Neste sentido, talvez, uma das contribuições mais relevantes deste trabalho seja exatamente esta, abrir novos caminhos que estimulem o desenvolvimento de diversas outras pesquisas mais específicas e com diferentes perspectivas, sobretudo considerando a abrangência e a multidisciplinariedade do objeto de estudo.

Também não deixou de ser instigante a missão de condensar as incontáveis variáveis que compõem o *turnaround* da forma mais objetiva possível, sem correr o risco de ser superficial.

¹¹⁰ Inclusive, esta escassez é apontada por conceituados autores, como: Slatter *et al.* (2006), Davis e Sihler (2002) e Bibeault (1999).

Apesar de todas as restrições mencionadas, esta tese desenvolveu um minucioso levantamento bibliográfico sobre os principais estudos e pesquisas correlatas em várias partes do mundo, mesmo que em contextos diferentes e sob regras jurídicas distintas, o que possibilitou a construção de uma fundamentação teórica básica e a concepção do roteiro de pesquisa semi-estruturado que orientou as entrevistas realizadas.

A elaboração de uma pesquisa qualitativa, concentrada em *experts* profissionais no assunto, se demonstrou acertada, pois se constatou uma realidade que se transforma velozmente a cada dia, talvez, pelas próprias características inerentes a este processo, pela sua incipiência e pela falta de alicerces jurídicos já consolidados.

Os resultados colhidos podem ser considerados muito satisfatórios, uma vez que se conseguiu eleger dez fatores críticos para o sucesso de um processo de recuperação, os quais, se adequadamente gerenciados, podem ampliar as chances de reversão da crise e salvar a empresa.

É evidente que os resultados de uma pesquisa qualitativa devem ser analisados com muita cautela, mas não se pode negar a lógica dos fatores apontados e a importância dos mesmos, segundo os relatos das ricas experiências profissionais coletadas na investigação empírica.

Esta pesquisa ajuda a derrubar alguns mitos sobre a falência das empresas, sobretudo quando aponta que a maioria das crises financeiras tem origem interna e natureza estratégica, o que se contrapõe a certas pesquisas com empresários falidos, que justificam seu insucesso por causa dos juros cobrados pelo sistema financeiro brasileiro e pela elevada carga tributária do país.

Outra contribuição da pesquisa que merece destaque é a importância do fator negocial para a sobrevivência da empresa. Esta transcendência fica evidente quando se avalia a deliberação sobre um plano de recuperação judicial que, claramente, constitui um jogo de interação estratégica, em que a decisão de cada jogador depende fundamentalmente da expectativa de resposta dos demais. Assim, para uma correta modelagem do plano, é necessário que o devedor conheça as armas que cada credor possui, além das motivações e dos incentivos que podem determinar sua aprovação, onde a criação de um ambiente de negociação equilibrado, confiável e transparente entre as partes aumenta as chances de alcançar o consenso.

Fatores como negociação, credibilidade, atitude, tempo e unidade de comando realçam ainda mais a importância dos elementos humanos na recuperação de empresa, denotando a crescente e decisiva contribuição das variáveis comportamentais nos campos da administração e das finanças.

Outros fatores, como os fundamentos do negócio, a estabilização, informação e a qualidade da implementação retomam os conceitos mais básicos do estudo da administração, muitas vezes esquecidos ou negligenciados na prática diária da gestão empresarial.

Entretanto, a proposição do modelo teórico matricial e inovador pode ser considerada a maior contribuição desta tese. A concepção detalhadamente exposta no último capítulo ressalta a não linearidade de um *turnaround*, com a necessidade de atuações simultâneas em dimensões interdependentes e os potenciais reflexos na função-objetivo da organização.

Adverte-se, mais uma vez, que não existe tratamento pronto para todas as crises empresariais. Desta forma, não é possível pensar um modelo teórico de recuperação de empresas, que seja completo, ideal e infalível. Todas as empresas e suas crises possuem suas particularidades intrínsecas, mas este modelo prontifica-se a contribuir para uma reflexão mais profunda, para decisões mais conscientes, para a organização e a implementação das ações necessárias que revertam a crise específica.

Portanto, é inviável pensar em um modelo perfeito para o *turnaround*, que traduza uma idéia de representação única para todas as situações. Como oportunamente apresentado, a concepção proposta nesta tese, certamente, tem inúmeros pontos fortes e consistentes, mas também possui fragilidades, como as possíveis adaptações mandatórias decorrentes dos prazos e das imposições dos *stakeholders* em processos de recuperação judicial, além da necessidade de testá-lo em situações reais.

De qualquer forma, o modelo se caracteriza pela sua abrangência e pela ordenação lógica de todas as atividades. Considerando a constatação de que existem padrões de comportamentos, erros e atitudes comuns que levam à crise financeira, esta proposta diferencia-se por permitir aos gestores repensar toda a sua estratégia de recuperação, tomando medidas mais assertivas para evitar o colapso financeiro.

As experiências captadas nessa pesquisa permitem aduzir que o advento de uma crise e o *turnaround*, mais do que um problema, podem ser uma excelente e salutar oportunidade à empresa para que ela saia fortalecida deste processo, introduza uma boa e rígida gestão financeira, se torne mais eficiente e produtiva operacionalmente, coíba desperdícios e falhas internas, enfim, que estes avanços tragam melhorias, se traduzam em resultados e criem condições para que ela desempenhe melhor suas funções econômicas e sociais.

Este amadurecimento gerencial é fundamental. Os especialistas ouvidos na pesquisa afirmam que a maioria das crises financeiras que eles enfrentaram poderia ter sido prevista e evitada, o que reforça a idéia de prevenção, como a maneira mais barata, rápida e eficaz de se combater crises, transformar a empresa e criar novos ciclos de prosperidade.

Inúmeros autores estudados e profissionais entrevistados acreditam que diversos métodos empregados para resgatar empresas em dificuldades financeiras, também podem ser utilizados para prevenir crises. São alguns exemplos de saudáveis preocupações captadas por esta tese:

- ❑ preservar a flexibilidade da organização;
- ❑ repensar sistematicamente todos os negócios e seus pilares de sustentação;
- ❑ desenvolver uma cultura interna de planejamento, metas e controles;
- ❑ fortalecer a função financeira e privilegiar a qualidade da informação;
- ❑ monitorar com obsessão o desempenho de cada fonte de lucro: a empresa, as unidades de negócio, seus produtos, serviços, filiais etc;
- ❑ concentrar o foco gerencial na geração de fluxo de caixa livre operacional;
- ❑ maximizar a eficiência e a produtividade dos ativos e do capital investido;
- ❑ realizar boas práticas de governança corporativa e a correta segregação entre propriedade e gestão;
- ❑ desenvolver parcerias e estreitar laços de relacionamento com os *stakeholders*;
- ❑ estar atento à qualificação gerencial e aos programas de treinamento;
- ❑ alinhar incentivos entre todos os envolvidos, dentre outras.

Diante do exposto, esta tese acredita ter conseguido sistematizar conhecimento sobre todas as etapas e variáveis mais relevantes para um *turnaround* e, como se propôs, disponibilizar um referencial acadêmico adequado que possa auxiliar as empresas, seus credores, os investidores, os advogados e o próprio poder judiciário na avaliação e na condução destes processos.

Espera-se que este trabalho possa estimular o debate sobre recuperação de empresas em dificuldades financeiras, em especial no meio acadêmico, e que o *turnaround* passe a ser uma disciplina mais difundida no país, pois, se o Brasil repetir os passos trilhados por outros países no que tange ao seu sistema falimentar, será necessário desenvolver conhecimento e preparar profissionais para lidar com esse novo contexto.

Com base na experiência internacional, a sociedade brasileira verá, ao longo dos próximos anos, que a nova lei somente será implementada em sua plenitude e produzirá os resultados desejados, quando todo um sistema de recuperação estiver desenvolvido e amadurecido no país, dotado de experiências perdedoras e vencedoras, com uma jurisprudência consolidada e, principalmente, composto por profissionais especializados.

O *turnaround* é um grande negócio em boa parte do mundo, mas não apenas para consultorias especializadas e advogados, apesar dos profissionais recuperadores, também chamados de “médicos de empresas”, já serem uma realidade em vários países mais desenvolvidos. Os mercados secundários de dívidas em *distress* vêm se desenvolvendo rapidamente, injetando recursos financeiros no sistema, provendo liquidez e criando oportunidades de investimento e de recuperação até então inexistentes.

Conforme os profissionais entrevistados, ainda se engatinha em recuperação de empresas no Brasil, não há tecnologia local e o caminho a ser percorrido é árduo e longo. Faz-se necessária uma grande mudança cultural no sistema e em seus diversos agentes; mas a prática recente já sinaliza uma tendência de evolução e evidencia que começa a haver um alinhamento de visão e conceitos entre todas as partes envolvidas.

Apesar de enfatizar que o *turnaround* é um processo muito mais econômico e financeiro do que jurídico, não se pode negar que a lei determina as regras do jogo, a distribuição do poder e tem um caráter fundamental para prover segurança e atrair recursos. A entrada em vigor da Lei de Recuperação de Empresas e Falências é recente; seu conhecimento ainda está em formação e começa a ser difundido no Brasil. Cabe aos pesquisadores, a todos os seus operadores e ao poder judiciário, uma procura constante por aprimoramento, em especial nas questões que até então não se debruçavam, como a comunhão de interesses entre todas as partes envolvidas e os aspectos de gestão do *turnaround*, decisivos na reversão da crise.

Seguramente, a consolidação dos avanços da economia brasileira e a modernização da legislação falimentar irão contribuir para a inserção do Brasil neste mercado mundial de recuperação de empresas em crise. Apesar de a lei demandar aprimoramentos, ela caminha no sentido de ser um importante instrumento para atrair novos investidores, porque começa a tornar os problemas de insolvência mais previsíveis e bem definidos temporalmente.

Por conseguinte, dada a enorme amplitude do tema e o fato de muitos elementos não se constituírem escopo desta pesquisa, reforça-se a importância de trabalhos complementares e se recomenda algumas questões a serem investigadas:

- ❑ metodologias para avaliação de empresas e títulos em *distress*;
- ❑ estratégias para resolução dos conflitos de interesses no teste de falência;
- ❑ questões de governança, conflitos de agência e reflexos no processo de recuperação;
- ❑ produtos e alternativas inovadoras para financiamento do *turnaround*; e,
- ❑ melhores *covenants* e formas para monitorar a implementação do plano.

Finalmente, mesmo com todos os esforços desta pesquisa em sistematizar conhecimentos que contribuam para o sucesso de um *turnaround*, não se pode negar que o espectro de uma recuperação é muito amplo e nem todas as variáveis intervenientes demonstrar-se-ão de forma clara. Além disto, como também assinalado nos resultados desta pesquisa, o desafio para salvar empresas pode ser muito influenciado por fatores externos que escapam do alcance de qualquer profissional.

Uma boa gestão do *turnaround* e uma estratégia inteligente de recuperação, com certeza, ampliarão as chances de sucesso deste processo, mas, como na medicina, algumas vezes, pacientes em condições precárias de saúde podem vir a sobreviver, enquanto outros, que aparentemente não estavam tão doentes, vêm a falecer. A recuperação não é uma ciência exata e um experiente consultor nesta área recomenda aos *turnarounds* que estejam preparados para surpresas, pois elas certamente acontecerão. Tudo isto faz lembrar um antigo e anônimo ditado francês: “*Dans la médecine comme dans l’amour on ne dit ni jamais ni toujours*”.¹¹¹ Talvez, o mesmo se possa dizer sobre o processo de recuperação de empresas em dificuldades financeira. Esta tese espera ter contribuído para melhorar estas perspectivas, colaborando para a sobrevivência das empresas e a preservação de suas funções sociais.

¹¹¹ Tradução: “Na medicina como no amor não se diz nem nunca nem sempre”.

REFERÊNCIAS

ABRAHAMSON, Eric. **Change without pain**. Boston: Harvard Business School Press, 2004.

ADIZES, Ichak. **Managing corporate lifecycles**. New York: Prentice Hall, 2004.

_____. **Corporate lifecycles**: how and why corporations grow and die and what to do about it. Santa Mônica: Adizes Institute, 1990.

ALTMAN, Edward. **Corporate financial distress and bankruptcy**: predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distress debt. New York: John Wiley & Sons, 1993.

_____. **Bankruptcy and reorganization**. In Handbook of corporate finance. New York: John Wiley & Sons, 1986.

_____. A further empirical investigation of bankruptcy cost question. **Journal of Finance**. Vol. 39, nº 4, p. 1067-1089, 1984.

_____. Why business fail? **Journal of Business Strategy**. Spring, p. 15-21, 1983

_____. **Corporate bankruptcy in America**. Lexington: Health-Lexington, 1971.

_____. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **Journal of Finance**. V. 29, p. 589-609, 1968.

_____; BAIDYA, Ken; DIAS, Land. Previsão de problemas financeiros em empresas. **Revista de Administração de Empresas**. Jan.-Mar., 1979.

_____; HALDEMAN, R. G.; NARAYANAN, P. Zeta analysis: a new model to identify bankruptcy risk of corporation. **Journal of Banking and Finance**. Jun., p. 29-54, 1977.

ANG, J.; CHUA J.; MCCONNELL, J.. The administrative costs of corporate bankruptcy: a note. **Journal of Finance**. Vol. 37, nº 1, p. 219-226, 1982.

ARAÚJO, Aloísio P.; FUNCHAL, Bruno. O impacto econômico da nova lei de falência e recuperação de empresas. In OLIVEIRA, Fátima Bayma.(org.). **Recuperação de empresas: uma múltipla visão da nova lei**. São Paulo: Pearson, 2006, p. 32-42.

_____; LUNDBERG, Eduardo. **A nova lei de falências**: uma avaliação. Disponível em www.bcb.gov.br. Acesso em 11 de setembro de 2006.

ARGENTI, John. **Corporate collapse**: the causes and symptoms. London: McGraw-Hill, 1976.

ASSOCIAÇÃO DOS ADVOGADOS DE SÃO PAULO – AASP. A nova lei de falências e de recuperação de empresas. **Revista do Advogado**. Ano XXV, nº 83, 2005.

ASTRAUSKAS, Fábio B. **Planejamento estratégico para empresas concordatárias e em recuperação judicial**. 2003. 75 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – FEA/USP, São Paulo.

BALDWIN, Carliss Y.; MASON, Scott P. The resolution of claims in financial distress: the case of Massey Ferguson. **Journal of Finance**. Vol. 38, p. 505-523, 1983.

BALGOBIN, Rolf; PANDIT, Naresh. Stages in the turnaround process: the case of IBM UK. **European Management Journal**. Vol. 19, p. 301-316, 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2.099, de 17 de agosto de 1994**. Disponível em www.bcb.gov.br. Acessado em 16 de julho de 2007.

_____. **Resolução nº 2.682, de 21 de dezembro de 1999**. Disponível em www.bcb.gov.br. Acessado em 16 de julho de 2007.

BARAT, Josef. **A reestruturação das empresas e a nova lei de falências**. Disponível em www.ie.ufrj.br. Acesso em 06 de agosto de 2006.

BARKER, Vincent L.; MONE, Mark A.. Retrenchment: cause of turnaround ou consequence of decline? **Strategic Management Journal**. Vol. 5, nº 5, p. 395-405, 1994.

BEAVER, William H. Financial ratios and the prediction of failure. Empirical research in accounting selected studies. **Journal of Accounting Research**. p. 77-111, 1966.

BEBCHUCK, Lens A. A new approach to corporate reorganizations. **Harvard Law Review**. Vol. 101, p. 775-804, 1988.

BEER, Michael; NOHRIA, Nitin. Cracking the code of change. In **Harvard Business Review on Turnarounds**. Boston: Harvard Business Scholl Press, 2001, p.1-21.

BERTOLI, Giuseppe. **Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore**. Milano: EGEA, 2000.

BEZERRA FILHO, Manoel J. Nova lei de recuperação de empresas e falências: comentada. São Paulo: **Revista dos Tribunais**, 2005.

BIBEAULT, Donald. **Corporate turnaround: how managers turn losers into winners**. Washington: Beard Books, 1999.

BLACK, Andrew; WRIGHT, Philip; BACHMAN, John E.; DAVIES, John. **In search of shareholder value: managing the drivers of performance**. London: Financial Times Pitman Publishing, 1998.

BLACK, B.; GRUNDFEST, J.. Shareholder gains from takeovers and restructurings between 1981 and 1986: \$ 162 billion is a lot of money. **Journal of Applied Corporate Finance**. Spring, 1988.

BLACKWELL, David M.; MARR, M. Wayne; SPIVEY, Michael. Plant-closing decisions and the market value of the firm. **Journal of Financial Economics**. Vol. 26, p. 277-288, 1990.

BORTOLI NETO, Adelino de. Principais problemas das micro e pequenas empresas. **Revista Estudos SEBRAE**. p. 8-13, edic. Jan.-Fev., 1994

_____. **Tipologia de problemas das pequenas e médias empresas**. 1980. Dissertação (Mestrado em Administração) – FEA/USP, São Paulo

BOULTON, Richard S.; LIBERT, Barry D.; SAMEK, Steve M.. **Cracking the value code**. New York: Harper Collings Publishers, 2001.

BRASIL. **Decreto Lei nº 7.661, de 21/06/45**. Disponível em www.planalto.gov.br. Acessado em 04 de janeiro de 2007.

BRASIL **Lei nº 11.101, de 09/02/05**. Disponível em www.planalto.gov.br. Acessado em 04 de janeiro de 2007.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Corporate finance**. New York: McGraw-Hill Irwin, 2006.

_____; _____. **Fundamentals of corporate finance**. New York: McGraw-Hill Irwin, 2003.

BROWN, Ashley. Apresentação. In QUEIROZ, Jorge. **Turnaround corporativo: navegando em períodos de turbulência**. São Paulo: IBGT, 2004, p. 17-20.

BROWN, David. Claimholder incentive conflicts in reorganization: the role of bankruptcy law. **The Review of Financial Studies**. Vol. 2, nº 1, p. 109-123, 1989.

CASTROGIOVANI, Gary J.; BRUTON, Garry D.. Business turnaround process following acquisitions: reconsidering the role of retrenchment. **Journal of Business Research**. Vol. 48, p. 25-34, 2000.

CERVO, Amado L; BERVIAN, Pedro. **Metodologia científica**. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

CHAMPI JR., Afonso; BARBOSA, Djalma G. **Diário de uma crise: lições do caso Parmalat**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

CHOWDHURY, Shamsud; LANG, James R. Turnaround in small firms: an assessment of efficiency strategies. **Journal of Business Research**. Vol. 36, nº 2, p. 169-178, 1996.

CLIFFORD, Donald K. Thriving in a recession. **Harvard Business Review**. p. 57-59, jul.-ago., 1977.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas: valuation**. 3. ed.. São Paulo: Makron Books, 2002.

COSTA, Ana Carla. **Sistemas legais de insolvência, incentivos e mercado de crédito: uma abordagem institucional**. Disponível em www.bcb.gov.br. Acesso em 11 de dezembro de 2004.

DAILY, Catharine; DALTON, Dan R. Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment. **Strategic Management Journal**. Vol. 15, nº 8, p. 643-654, 1994.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. Porto Alegre: Bookman, 2004.

_____. **Value creation and enhancement: back to the future**. Disponível em www.stern.nyu.edu/~adamodar. Acesso em 11 de julho de 2003.

_____. **Dealing with distress in valuation**. Disponível em www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar. Acesso em 11 de julho de 2003, 2002.

_____. **Damodaran on valuation**. New York: John Wiley & Sons, 1994.

DAVIS, Henry A; SIHLER, William W.. **Financial turnarounds: preserving enterprise value**. New Jersey: Financial Times – Prentice Hall, 2002.

DAY, George; SCHOEMAKER, Paul. **Peripheral vision: detecting the weak signs that will make or break your company**. Boston: Harvard Business School Publishing, 2006.

DELOITTE. **Recuperação de empresas: um retrato atualizado na visão dos empresários sobre a lei de recuperação de empresas e de falências**. Disponível em www.deloitte.com.br. Acesso em 07 de dezembro de 2006.

_____. **Recuperação de empresas: um estudo sobre o impacto da nova lei de recuperação de empresas e de falências**. Disponível em www.deloitte.com.br. Acesso em 31 de maio de 2005a.

_____. **Disarming the value killers: a risk management study**. Disponível em www.deloitte.com. Acesso em 31 de maio de 2005b.

DENZIN, Norman K.; LINCOLN, Yvonna S. **Handbook of qualitative research**. London: Sage, 1994.

DEPAMPHILIS, Donald. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities**. San Diego: Academic Press, 2003.

DI NAPOLI, Dominic; SIGOLOFF, Sanford; CUSHMAN, Robert. **Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and investing in distressed companies**. New York: Irwin, 1991.

DONALDON, Gordon. Voluntary restructuring: the case of General Mills. **Journal of Financial Economics**. Vol. 27, p. 117-141, 1988.

DONALSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**. Vol. 20, p. 65-91, 1995.

DRUCKER, Peter. As árvores não crescem até o céu. São Paulo: **Revista HSM Management**. Vol.1, nº 54, Jan.-Fev., 2006.

_____. **Desafios gerenciais para o século XXI**. São Paulo: Pioneira, 1999.

_____. **Administrando em tempos de grandes mudanças**. São Paulo: Pioneira, 1995.

EBERBART, A.; ALTMAN, E.; AGGARWAL, R. The equity performance of firms emerging from bankruptcy. **Journal of Finance**. Vol. 54, p. 1855-1868, 1999.

ECO, Humberto. **Metodologia**: como se faz uma tese. São Paulo: Perspectiva, 1989.

EMERY, Douglas R.; FINNERTY, John D.. **Principles of finance**. Saint Paul: West, 1991.

FAZZIO JR. Waldo. **Nova lei de falência e recuperação de empresas**: Lei nº 11.101, de 09 de Fevereiro de 2005. São Paulo: Atlas, 2005.

FELGAR, Júlia A. Simões. **Trabalhos acadêmicos**: manual de normas para sua elaboração. Fals: Praia Grande; Faita: Itanhaém, 2006 (apostila).

FERREIRA, Luís Fernando F. **Estudo dos fatores contribuintes para a mortalidade precoce de micro e pequenas empresas na cidade de São Paulo**. 2006. 163 p .Tese (Doutorado em Administração) – FEA/USP, São Paulo.

FUSA, Emanuela. **La ristrutturazione nelle pmi**: prevenire e risolvere le crisi economiche finanziarie e patrimoniali. Milano: Egea, 2002.

GARDNER, John. How to prevent organizational dry rot. **Harper's Magazine**. Outubro, p. 20, 1965.

GERTNER, Robert; SCHARFSTEIN, David. The theory of workouts and the effects of reorganization law. **Journal of Finance**. Vol. 46, nº 4, p. 1189-1222, 1991.

GHOSN, Carlos; RIES, Philippe. **Como vencer a crise**. Disponível em <http://portalexame.abril.com.br>. Acessado em 02 de janeiro de 2007.

GIL, Antônio C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1994.

_____. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1987.

GILSON, Stuart. C. **Creating value through corporate restructuring**. New York: John Wiley & Sons, 2001.

_____. Transactions costs and capital structure choice: evidence from financially distress firms. **Journal of Finance**. Vol. 52, p. 161-196, 1997.

_____. **Managing default:** some evidence on how firms choose between workouts and chapter 11. In *The new corporate finance: where theory meets practice*: New York: McGraw-Hill, 1993.

_____. Management turnover and financial distress. **Journal of Financial Economics**. Vol. 25, p. 241-262, 1989.

_____; HOTCHKISS, Edith S.; RUBACK, Richard S. Valuation of bankrupt firms. **The Review of Financial Studies**. Vol.13, nº 1, p. 43-74, 2000.

_____; VETSUYPENS, Michael R. CEO compensation in financially distress firms: an empirical analysis. **Journal of Finance**. Vol. 48, nº 2, p. 425-458, 1993.

GOLDBERG, Daniel. Reflexões sobre a nova lei de falência e recuperação de empresas e sua racionalidade econômica. In OLIVEIRA, Fátima Bayma (org.). **Recuperação de empresas:** uma múltipla visão da nova lei. São Paulo: Pearson, 2006, p. 56-60.

GREINER, Larry E. Evolution and revolution as organizations grows. Boston: **Harvard Business Review**. p. 37-46, Jul. - Aug., 1972.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Financial markets and corporate strategy**. New York: McGraw-Hill, 2005.

GROVE, Andrew S. **Só os paranóicos sobrevivem:** como tirar melhor proveito das crises que desafiam carreiras e empresas. São Paulo: Editora Futura, 1997.

GUATRI, Luigi. **Turnaround:** declínio, crisi e ritorno al valore. Milano: EGEA, 1995.

HAMBRICK, Donald C.; SCHECTER, Steven M. Turnaround strategies for mature industrial product business units. **Academy of Management Journal**. Vol. 26, nº 2, p. 231-248, 1983.

HAMEL, Gary. Waking up IBM: how a gang of unlikely rebels transformed Big Blue. In **Harvard Business Review on Turnarounds**. Boston: Harvard Business Scholl Press, 2001, p.145-165.

HAMERMESH, Richard G. Responding to divisional profit crises. **Harvard Business Review**. Março - Abril, p. 24-30, 1977.

HAMMER, Michael; CHAMPY, James. **Reengenharia:** revolucionando a empresa em função dos clientes, da concorrência e das grandes mudanças da gerência. Rio de Janeiro: Campus, 1994.

HAUGEN, Robert A.; SENBET, Lemma W. The insignificance of bankruptcy costs to theory of optimal capital structure. **Journal of Finance**. May, p. 383-393, 1978.

HOFER, Charles W. Turnaround strategies. **Journal of Business Strategy**. Vol. 1, nº 1, p. 19-31, 1980.

_____. Toward a contingency theory of business strategy. **Academy of Management Journal**. Vol. 18, p. 784-810, 1975.

HOUAISS, Antônio. Instituto Antônio Houaiss de Lexicografia. **Dicionário de língua portuguesa**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2004.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GESTÃO E TURNAROUND – IBGT – www.ibgt.com.br, acessado em 03 de março de 2007.

_____. **V Fórum Internacional de Renovação de Empresas**. São Paulo, 2007.

_____. **IV Fórum Internacional de Renovação de Empresas**. Rio de Janeiro, 2006.

_____. **II Fórum Internacional de Renovação de Empresas**. São Paulo, 2004.

JENSEN, Michael C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**. Vol. 14, nº 3, p. 8-21, 2001.

_____; MECKINLG, W. H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. October, Vol. 3, p. 305-360, 1976.

JOHN, Kose; LANG, Larry H.; NETTER, Jeffry. The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline. **Journal of Finance**. Vol. 47, nº 3, p. 891-917, 1992.

JOHNSON, Gordon W. Nova lei brasileira de falência e recuperação de empresas: uma comparação com as normas internacionais. In OLIVEIRA, Fátima Bayma (org.) **Recuperação de empresas: uma múltipla visão da nova lei**. São Paulo: Pearson, 2006, p.117-130.

_____. Insolvency and social protection. **World Bank Working Paper**. Disponível em www.worldbank.com/gild. Acesso em 30 de abril de 2006, 2003.

_____; ALONSO, Daniel. Impact of global market development on Latin America: reexamining the foundations of trusts. **World Bank Working Paper**. Disponível em www.worldbank.com/gild. Acesso em 30 de abril de 2006, 2003

KAHL, Matthias. Economic distress, financial distress, and dynamic liquidation. **Journal of Finance**. Vol. 57, nº 1, p. 135-168, 2002.

KANITZ, Stephen C. **Como prever falências**. São Paulo: McGraw-Hill, 1978.

KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P.. **A estratégia em ação: *balanced scorecard***. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

KAUFMANN, Boris. **Debate Final** no IV Fórum Internacional de Renovação de Empresas, promovido pelo IBGT em 18 e 19 de setembro de 2006.

KAYO, Eduardo; FAMÁ, Rubens. Dificuldades financeiras, custo de agência e o instituto jurídico da concordata. **Caderno de Pesquisas em Administração**. Vol. 1, nº 3, 1996.

KIM, W. Chan; MAUBORGNE, Renée. **A estratégia do oceano azul**. São Paulo: Elsevier, 2005.

KIMBERLY, John R.; MILES, Robert H. **The organizational life cycle**. San Francisco: Jossey-Bass, 1980.

KING, Fancis J. Liquidation options for troubled companies. In DI NAPOLI, Dominic; SIGOLOFF, Sanford; CUSHMAN, Robert (orgs.). **Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and investing in distressed companies**. New York: Irwin, 1991, p. 200-243.

KPMG. **Corporate recovery survey results**. Disponível em www.kpmg.com.br. Acesso em 24 de dezembro de 2006.

KRAFTSON, Raymond H.; GIACCO, Richard J. Rescue from the dead: a turnaround in progress. In DI NAPOLI, Dominic; SIGOLOFF, Sanford; CUSHMAN, Robert (orgs.). **Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and investing in distressed companies**. New York: Irwin, 1991, p. 138-151.

KRAMER, Marc. **Small business turnaround: revitalize your struggling or stagnant enterprise**. Holbrook: Adam Media Corporation, 2000.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A.. **Fundamentos de metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 1985.

LANG, Larry; POULSEN, Annette; STULZ, René. Asset sales, leverage and agency cost of managerial discretion. **Working Paper**. Ohio State University, 1992.

LEV, Baruch. **Intangibles: management, measurement, and reporting**. Washington: The Brooking Institute, 2001.

LEWIS, W. Walker. Strategic restructuring: a critical requirement in the search of corporate potential. In ROCK, Milton L.; ROCK, Robert H. **Corporate restructuring: a guide to a creating premium-valued company**. New York: McGraw-Hill, [1990, p. 43-55].

LIPPITT, Gordon L.; SCHMIDT, Warren H.. Crises in a developing organization. Boston: **Harvard Business Review**. p. 102-112, Nov.-Dez., 1967.

LISBOA, Marcos; DAMASO, Otávio; CARAZZA, Bruno; COSTA, Ana Carla. **A racionalidade econômica da nova lei de falências e de recuperação de empresas**. Disponível em www.fazenda.gov.br/spe/publicacoes. Acesso em 11 de novembro de 2005.

LIU, Jia; WILSON, Nick. Corporate failure rates and impact of the 1986 insolvency act: an econometric approach. **Managerial Finance**. Vol. 28, nº 6, p. 61-71, 2000.

LUNDBERG, Eduardo. A importância das novas regras de prioridade da falência para a governança dos credores. In OLIVEIRA, Fátima Bayma (org.). **Recuperação de empresas: uma múltipla visão da nova lei**. São Paulo: Pearson, 2006, p. 61-67.

_____. **Reforma da nossa legislação falimentar: uma avaliação**. Disponível em www.febraban.org.br/arquivos/servicos. Acesso em 27 de agosto de 2004.

MACHADO, Rubens Approbato. **Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas**: doutrina e prática. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MAKSIMOVIC, Vojislav; PHILLIPS, Gordon. Asset efficiency and reallocation decisions of bankrupt firms. **The Journal of Finance**. Vol. 53, nº 5, p. 1495-1532, 1998.

MARCUS, Alfred A. **Big winners and big losers**: the four secrets of business success or failure. New Jersey: Wharton School Publishing, 2006.

MÁRIO, Poueri D. **O fenômeno da falência**: análise das causas. 2005. 91 p. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – FEA/USP, São Paulo.

MARQUES, Antônio Carlos. **Deterioração organizacional**: como detectar e resolver problemas de deterioração e obsolescência organizacional. São Paulo: Makron Books, 1994.

MARTELANC, Roy; BORTOLI NETO, Adelino de; REINHARD, Nicolau; QUEIROZ, Maurício J.; LOPES, Alessandro S. **Empreendedor alerta**: soluções para o negócio em dificuldades financeiras. São Paulo: Fundação Instituto de Administração – FIA, 2001.

MARTIN, John D.; PETTY, J. Willian. **Value based management**: the corporate response to the shareholder revolution. Boston: Harvard Business School Press, 2000.

MARTINS, Gilberto de A. **Manual para formatação e edição de dissertações e teses**. Disponível em <http://www.ead.fea.usp.br>. Acesso em 29 de dezembro de 2004.

_____. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo, Atlas, 2002.

MATIAS, Alberto B. **O instituto jurídico da concordata no Brasil como instrumento de recuperação econômica e financeira das empresas**. 1992. Tese (Doutorado em Administração) – FEA/USP, São Paulo.

MCTAGGART, James M. The impact of restructuring on shareholder value. In ROCK, Milton L.; ROCK, Robert H. **Corporate restructuring**: a guide to a creating premium-valued company. New York: McGraw-Hill, 1990, p. 56-67.

MELLA-BARRAL, Pierre. The dynamics of default and debt reorganization. **The Review of Financial Studies**. Vol. 12, nº 3, p. 535-578, 1999.

MELLAHI, Kamel; WILKISON, Adrian. Organizational failure: a critique of recent research and proposed integrative framework. **International Journal of Management Reviews**. Vol. 5/6, p. 21-41, 2004.

MILES, Robert H. **Leading corporate transformation**: a blueprint for business renewal. San Francisco: Jossey-Bass Publishers, 1997.

MILLER, Harvey R. Financing alternatives for the troubled company: an overview of available options and their benefits, perils and pitfalls. In DI NAPOLI, Dominic; SIGOLOFF, Sanford; CUSHMAN, Robert. (orgs.) **Workouts and turnarounds**: the handbook of restructuring and investing in distressed companies. New York: Irwin, 1991, p. 97-137.

MILLS, D. Quinn. **Rebirth of the corporation**. New York: John Wiley & Sons, 1991.

MINAYO, Maria Cecília de S.. **O desafio do conhecimento**. São Paulo: Hucitec, 2006.

MITTELSTAED, Robert. **Will your next mistake be fatal? Avoiding the chain of mistakes that can destroy your organization**. New Jersey: Wharton School Publishing, 2005.

MORSE, Dale; SHAW, Wayne. Investing in bankrupt firms. **Journal of Finance**. Vol. 43, p. 1193-1206, 1988.

MOYER, Stephen G. **Distressed debt analysis: strategies for speculative investors**. Boca Raton: J.Ross Publishing, 2005.

MUSCARELLA, Chris; VETSUYPENS, Michael R.. Efficiency and organizational structure. **Journal of Finance**. Vol. 45, p. 1389-1413, 1990.

MYERS, Stewart C.. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**. Vol. 5, p. 147-176, 1977.

NEWTON, Grant. **Corporate bankruptcy: tools, strategies, and alternatives**. New York: John Wiley & Sons, 2003.

OLIVEIRA, Fátima Bayma. **Recuperação de empresas: uma múltipla visão da nova lei**. São Paulo: Pearson, 2006.

OPLER, Tim; TITMAN, Sheridan. Financial distress and corporate performance. **Journal of Finance**. Vol. 49, p. 1015-1040, 1994.

PATE, Carter; PLATT, Harlan. **The phoenix effect**. New York: John Wiley & Sons, 2002.

PEARCE, John A.; ROBBINS, D. Keith. Toward improved and research on business turnaround. **Journal of Management**. Vol. 19, nº 3, p. 613-636, 1993.

PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Caderno de Pesquisas em Administração**. Vol. 10, nº 4, p. 47-59, 2003.

PLATT, Harlan D. **Principles of corporate renewal**. The University of Michigan Press, 1998.

_____; PLATT, Marjorie B. A note on the use of industry-relative ratios in bankruptcy prediction. **Journal of Banking and Finance**. v. 15, p. 1183-1194, 1991.

PORTER, Michael. **Competitive strategy**. New York: Free Press, 1980.

PORTO ARAÚJO, Antônio Carlos. **Como entender a lei de recuperação de empresas: uma visão econômica**. São Paulo: Trevisan Editora Universitária, 2006.

QUEIROZ, Jorge. Prevenção de crises e recuperação de empresas. In OLIVEIRA, Fátima Bayma (org.) **Recuperação de empresas: uma múltipla visão da nova lei**. São Paulo: Pearson, 2006, p. 7-21.

_____. **Prevenção de crises e recuperação de empresas.** Disponível em www.ibgt.com.br. Acessado em 18 de dezembro de 2005.

_____. **Turnaround corporativo:** navegando em períodos de turbulência. São Paulo: IBGT, 2004.

QUINN PATTON, M. **Qualitative evaluation and research methods.** London: Sage Publications, 1990.

RAPPAPORT, Alfred. Dez maneiras de gerar valor para o acionista. **Harvard Business Review.** Setembro, 2006.

_____. **Gerando valor para o acionista.** São Paulo: Atlas, 2001.

REISS, M. Freddie; PHELPS, Theodore G.. Identifying a troubled company. In DI NAPOLI, Dominic; SIGOLOFF, Sanford; CUSHMAN, Robert (orgs.). **Workouts and turnarounds:** the handbook of restructuring and investing in distressed companies. New York: Irwin, 1991, p. 7-43.

ROBBINS, D. Keith; PEARCE, John A.. Turnaround: retrenchment and recovery. **Strategic Management Journal.** Vol. 13, nº 4, p. 287-309, 1992.

ROCK, Milton L.; ROCK, Robert H. **Corporate restructuring:** a guide to a creating premium-valued company. New York: McGraw-Hill, 1990.

ROSS, Stephen A, WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F.. **Administração financeira: corporate finance.** São Paulo: Atlas, 1995.

SABAL, Jaime. **Financial decisions in emerging markets.** London: Oxford University Press, 2002.

SAKUMA, Naomi. **As fases do processo de reestruturação:** o caso de uma indústria brasileira de bens duráveis. 2003. 135p. Dissertação (Mestrado em Administração) – FEA/PUC-SP, São Paulo.

SANTOS, Vilmar P. **Manual de diagnóstico e reestruturação financeira das empresas.** São Paulo: Atlas, 2000.

SCHENDEL, Dan. E.; PATTON, G.R.; RIGGS, James. Corporate turnaround strategies: a study of profit decline and recovery. **Journal of General Management.** Vol. 3, nº 3, p. 3-11, 1976.

SCOT, John. The probability of bankruptcy: a comparison of empirical predictions and theoretical models. **Journal of Banking and Finance.** September, p. 317-344, 1981.

SCOTT, M. C.. **Value drivers:** the manager's framework for identifying the drivers of corporate value creation. New York: John Wiley & Sons, 1998.

SEBRAE. **Boletim estatístico de micro e pequenas empresas – 1º semestre de 2005.** Disponível em www.sebrae.com.br. Acessado em 18 de dezembro de 2005.

_____. **Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil.** Relatório de pesquisa, 2004.

SEBRAE-SP. **Sobrevivência e mortalidade das empresas paulistas de 1 a 5 anos.** Relatório de pesquisa, 2005.

SEIDEMANN, Robert; SANDS, David A.. Determining the likelihood of a turnaround. In DI NAPOLI, Dominic; SIGOLOFF, Sanford; CUSHMAN, Robert (orgs.). **Workouts and turnarounds:** the handbook of restructuring and investing in distressed companies. New York: Irwin, 1991, p. 44-72.

SERASA. www.serasa.com.br, Acessado em 02 de fevereiro de 2007.

SIGOLOFF, Sanford. Introduction. In DI NAPOLI, Dominic; SIGOLOFF, Sanford; CUSHMAN, Robert (org.). **Workouts and turnarounds:** the handbook of restructuring and investing in distressed companies. New York: Irwin, 1991, p. 1-6.

SILVEIRA, Alexandre M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade:** determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250 p. Tese (Doutorado em Administração) – FEA/USP, São Paulo.

SIMÃO FILHO, Adalberto. Responsabilidade dos administradores na nova lei de falência e recuperação de empresas. In OLIVEIRA, Fátima Bayma (org.). **Recuperação de empresas:** uma múltipla visão da nova lei. São Paulo: Pearson, 2006, p. 25-31.

SIMON, William L. **Beyond the numbers:** how leading companies measure and drive success. New York: Wiley, 1997.

SLATTER, Stuart. **Corporate recovery:** successful turnaround strategies and their implementation. Harmondsworth: Penguin, 1984.

_____; LOVETT, David. **Corporate turnaround:** managing companies in distress. New York: Penguin Putnam, 1999.

_____; _____. **Leading corporate turnarounds:** how leaders fix troubled companies. San Francisco: Jossey-Bass Publishers, 2006.

SLAUGTER, William A.; WORTON, Linda G. Workout or bankruptcy. In DI NAPOLI, Dominic; SIGOLOFF, Sanford; CUSHMAN, Robert (orgs.). **Workouts and turnarounds:** the handbook of restructuring and investing in distressed companies. New York: Irwin, 1991, p. 72-96.

SLOMA, Richard. **The turnaround manager's handbook.** New York: The Free Press, 1985.

SOUSA, Almir F.. **Fatores que contribuem para a empresa agregar valor.** 2002. 196 p. Tese (Livre-Docência) – FEA/USP, São Paulo.

STIGLITZ, Joseph E.. Why financial structure matters. **Journal of Economic Perspectives.** Vol. 2, nº4, p. 121-126, 1988.

_____; WEISS, Andrew. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**. Vol. 71, nº 3, p. 393-410, 1981.

SULL, Donald. **Revival of the fittest**. Boston: Harvard Business School Press, 2003.

_____; HOULDER, Dominic. **How companies can avoid a midlife crisis**. Disponível em www.harvardbusinessonline/.hbsp.harvard.edu. Acessado em 03 de dezembro de 2006.

SUTTON, Gary. **The six-month fix**: adventures in rescuing failing companies. New York: John Wiley & Sons, 2002.

SUTTON, Robert; CALLAHAN, Anita L. The Stigma of bankruptcy: spoiled organizational image and its management. **The Academy of Management Journal**. Vol. 30, nº 3, p. 405-436, 1987.

TAMARI, M. Ethical issues in bankruptcy: a jewish perspective. **Journal of Business Ethics**. Vol. 9, p. 785-789, 1990.

THE BOSTON CONSULTING GROUP, FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **O desafio da geração de valor**. São Paulo: The Boston Consulting Group, Inc., 1999.

TORO, Antônio C. **Recuperação de empresas**: interesses e posicionamento da negociação. In OLIVEIRA, Fátima Bayma (org.). **Recuperação de empresas**: uma múltipla visão da nova lei. São Paulo: Pearson, 2006, p. 46-50.

ULHOA COELHO, Fabio. Falência: as principais alterações. **Revista do Advogado**. Ano XXV, nº 83, p. 51-55, 2005.

VAN HORNE, James C.. **Financial management and policy**. New York: Prentice Hall, 1995.

VASCONCELOS, Eduardo; HEMSLEY, James R. **Estrutura das organizações**. São Paulo: Pioneira, 2000.

VEN, H. Van de; POOLE, Marshall S. Explaining development and change in organizations. **Academy of Management Review**. Vol. 20, nº 3, p. 510-540, 1995

VITTO, Walter Adolfo A. **Insolvência e mercado de crédito**: uma análise econômica de procedimentos de falência e recuperação de empresas no Brasil. 2005. 190 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – FEA/USP, São Paulo.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F.. **EVA and value-based management**: a practical guide to implementation. New York: Mc GrawHill, 2001.

WALKER, Ian. **Buying a company in trouble**. London: Gower Publishing Company, 1992.

WARNER, J. B. Bankruptcy costs: some evidence. **Journal of Finance**. Vol. 32, p. 337-348, 1977.

WEISS, Ross L. Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims. **Journal of Financial Economics**. Vol. 27, p. 521-543, 1990.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed.. São Paulo: Makron Books, 2000.

WESTON, J. Fred; MITCHELL, Mark L; MULHERIN, J. Harold. **Takeovers, restructuring, and corporate governance**. New Jersey: Pearson, 2003.

WHITNEY, John O. **Taking charge**: management guide to troubled companies and turnarounds. Washington: Beard Books, 1999.

WORLD BANK. **Doing business**. Disponível em www.worldbank.com. Acesso em 31 de Maio de 2004.

_____. **Principles and guidelines for effective insolvency and creditor rights system**. Disponível em www.worldbank.com. Acessado em 30 de abril de 2006, 2001.

WRUCK, Karen H. Financial distress, reorganization and organizational efficiency. **Journal of Financial Economics**. v. 27, p. 419-444, 1990.

ZOOK, Chris. **Beyond the core**: expand your market without your roots. Boston: Harvard Business School Press, 2004.

APÊNDICE A – CARTA CONVITE PARA PARTICIPAÇÃO NA PESQUISA **Universidade de São Paulo**
Brasil

São Paulo, 07 de maio de 2007

À

Empresa

At. Sr.

Prezado Senhor,

Como requisito para obtenção do grau de Doutor em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), estou desenvolvendo uma tese, cujo tema é o processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil, sob a égide da nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências.

Trata-se de um trabalho de grande significância no meio acadêmico brasileiro, pois aborda as principais etapas deste processo de recuperação, procurando identificar potenciais fatores críticos de sucesso e eventuais erros cometidos, de forma a contribuir para o efetivo resgate de empresas em crise financeira.

Uma das importantes etapas desta pesquisa consiste em entrevistar os principais *experts* do país nesta área. Neste sentido e em reconhecimento a sua destacada atuação profissional, gostaria de convidá-lo a fazer parte deste estudo, solicitando-lhe a possibilidade de agendar uma entrevista pessoal, que será conduzida diretamente por mim e cuja duração estimada é de um hora e trinta minutos. O propósito desta entrevista é explorar sua experiência e suas percepções sobre as várias etapas de um *turnaround* empresarial.

Universidade de São Paulo
Brasil

Ressalto que, em respeito ao seu sigilo profissional, todos os dados e opiniões de VS.as. serão utilizados exclusivamente para fins acadêmicos e, ainda, que as informações coletadas durante a entrevista estarão protegidas por um termo de confidência previamente assinado e somente serão apresentadas de forma explícita nos resultados da pesquisa se autorizado por VS.as.

Em retribuição a sua colaboração para esta importante fase de minha vida acadêmica, farei uma referência especial de agradecimento, não apenas no corpo da tese, como nos congressos científicos e nas mídias especializadas em que esta pesquisa venha a ser apresentada, além de lhe encaminhar todos os resultados e as análises conclusivas do trabalho final.

No aguardo de um breve retorno, agradeço antecipadamente, a cooperação e toda a atenção dispensada a esta missiva.

Atenciosamente,

Prof. Ms. Marcelo Monteiro Perez
Doutorando em Administração (Finanças) – FEA/USP
marcelo.perez@uol.com.br

APÊNDICE B - ROTEIRO DA PESQUISA QUALITATIVA

As questões centrais estão numeradas e dispostas regularmente neste instrumento. As questões em itálico e tabuladas à esquerda são de apoio ao entrevistador e somente serão utilizadas se este tópico não tiver sido abordado pelo entrevistado em respostas anteriores.

1 – INTRODUÇÃO

- Agradecimento, apresentação do pesquisador, da pesquisa e de seus objetivos;
- Acordo de sigilo e confidencialidade das informações coletadas;
- Apresentar a estrutura e do roteiro de entrevista.

2 – DETERIORAÇÃO DA EMPRESA, SINTOMAS, DIAGNÓSTICO E CAUSAS

- 1) As situações de dificuldades financeiras são normais no ciclo de vida das empresas ou elas podem ser evitadas? Como?
- 2) É possível observar e antever um processo de declínio capaz de levar à insolvência?
- 3) Quais são os primeiros e os principais sintomas financeiros e não-financeiros do processo de declínio empresarial?
- 4) Por que muitas vezes estes sintomas são ignorados pela gestão?
- 5) Quais são os principais gatilhos que tem disparado o início de um processo estruturado de recuperação?
- 6) É possível identificar uma causa única, central ou predominante para o declínio de uma empresa ou, usualmente, são encontradas múltiplas causas?
- 7) Quais as principais causas que podem levar uma empresa a ter dificuldades financeiras?
 - a) Causas internas ou externas?
 - b) De natureza estratégica, operacional, financeira ou de governança?
- 8) Todas as crises financeiras são, em última instância, decorrentes de problemas de gestão? Quais os problemas de gestão mais comuns?
- 9) Como fazer este diagnóstico empresarial e identificar as causas da crise financeira?
 - *É possível afirmar que existem sintomas e causas recorrentes em empresas com problemas de solvência?*
 - *Qual é o prazo médio para realização do diagnóstico?*

- 10) Quais os reflexos que uma eventual fraqueza da função financeira da empresa traz para a deterioração da empresa e para o diagnóstico? Como é possível supri-la?

3 – CONFLITOS DE INTERESSE

- 11) Como os conflitos de interesses com os *stakeholders* podem afetar o processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras? Como atenuar estes conflitos?
- 12) Como, quando e de que maneira informar os *stakeholders* sobre a crise financeira da empresa? A mesma estratégia de comunicação deve ser adotada a todos?
- *Quais são os melhores meios de comunicação para gerenciar o processo de mudanças internamente?*
- 13) Existem limites de comunicação e de transparência para com os *stakeholders*? Se sim, quais são estes limites? Por exemplo, como lidar com necessidade de demissões de funcionários?
- 14) Em situações de crise financeira, qual tem sido a atitude predominante dos *stakeholders* ao longo do processo de recuperação?
- *Quais são os melhores meios de comunicação para gerenciar o processo de mudanças internamente?*
 - *Quais as melhores estratégias de negociação com os stakeholders? Isoladamente, segregados por classes etc?*
 - *Quais os maiores obstáculos enfrentados para a aprovação do plano na AGC?*

4 – ANÁLISE DE VIABILIDADE E TESTE DE FALÊNCIA

- 15) Em uma situação de crise financeira, como avaliar a viabilidade econômica da empresa ou de seu negócio? O exame é feito com alguma margem de segurança?
- 16) Quais são as variáveis não financeiras que mais afetam a decisão de liquidar, vender ou reestruturar?
- *Exemplos: macroeconômicas, setor de atuação, produtos e serviços, grau de alavancagem, natureza dos ativos etc?*
 - *É possível identificar características comuns às empresas recuperáveis? Quais são?*

- o *Como apurar o valor econômico de uma empresa em crise financeira? O fluxo de caixa descontado tem sido aplicado? Com quais ajustes?*

5 - FORMULAÇÃO DO PLANO

- 17) Quais as características essenciais para um bom plano de recuperação?
- 18) Qual têm sido a qualidade e a abrangência dos planos de recuperação apresentados aos *stakeholders* e a justiça nestes últimos dois anos? Por que?
- 19) Como monitorar a execução do plano e os *covenants*?

6 – ESTABILIZAÇÃO E REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA

- 20) Como administrar a falta de liquidez da empresa durante a situação de crise financeira? Quais são as melhores medidas a tomar para estabilizar financeiramente a empresa e manter as suas atividades operacionais regulares?
- 21) Sempre são necessários novos recursos financeiros para promover um *turnaround*?
- 22) Qual a sua percepção sobre as fontes de financiamento disponíveis para as empresas que entraram em recuperação? Quais são estas fontes?
- 23) Em sua percepção, há outros agentes potenciais interessados em financiar empresas em recuperação? Quais os obstáculos legais para este *bankruptcy lending*?
- 24) Quais são os fatores mais críticos na composição do estoque de dívidas financeiras da empresa junto aos seus credores?
 - o *Quais os instrumentos e fontes de recursos mais utilizadas para reescalonamento das dívidas financeiras empresas em dificuldades?*
- 25) Qual a importância de se fortalecer no Brasil um mercado secundário de dívidas de empresas em *distress*? Por que ele pode contribuir para a recuperação de empresas?

7 – TURNAROUND

- 26) Quais são as fases ou etapas de um processo de *turnaround* empresarial?
- 27) É possível estimar um prazo médio para o *turnaround* da empresa? Qual?
- 28) Quais os maiores riscos ao longo de um processo de *turnaround*?

8 – TÓPICOS ESPECIAIS EM RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS

- 29) Sempre é necessária uma unidade de comando em um processo de *turnaround*?
- 30) Quando é necessária a troca de gestão da empresa para reverter tal crise? Por quê?
 - o *Nos casos em que atuou, houve troca de gestão? Quem definiu os novos gestores?*
- 31) É necessária uma equipe exclusiva para gerenciar a crise e reverter-la? Por quê?
- 32) Quando e por que pode ser necessária a contratação de consultoria externa?
 - o *Advisory, co-gestão ou intervenção?*
- 33) Qual o grau de autonomia usualmente concedido aos consultores? Tem sido suficiente? Como são tomadas as decisões (isoladas, comitê, sempre negociadas etc.)?
- 34) Quem, usualmente, o contrata (devedor ou credor)? Esta indicação é questionada ou negociada? Há duplicação de esforços na interação com o Adm. Judicial?
- 35) Em recuperações judiciais: os Adm. Judiciais têm sido cooperativos?
- 36) Dentre os fatores abaixo, quais são os mais críticos para o sucesso do *turnaround*?
 - a) Tempo, estrutura de governança, funcionários.

9 – A NOVA LEI DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E FALÊNCIAS

- 37) Quais as principais virtudes e os principais problemas na nova legislação falimentar, como instrumento de recuperação de empresas em dificuldades financeiras?
- 38) Como a nova lei afetou os custos de falência das empresas?
- 39) Por que a recuperação extrajudicial tem sido tão pouco adotada no Brasil? Pode ser o estigma da insolvência? Como lidar com ele?
- 40) Já é possível afirmar que a nova legislação está trazendo uma maior segurança jurídica aos credores, contribuindo para o crescimento de crédito no Brasil?

10 – INFORMAÇÕES SOBRE O ENTREVISTADO

- Formação acadêmica e experiência profissional;
- Há quanto tempo atua em consultoria? E em reestruturação de empresas?

Agradecimentos finais