DEBORAH KIRSCHBAUM

A RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO BRASIL:
GOVERNANÇA, FINANCIAMENTO
EXTRACONCURSAL E VOTAÇÃO DO PLANO

TESE DE DOUTORADO

ORIENTADOR: PROFESSOR CALIXTO SALOMÃO FILHO

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
SÃO PAULO, 2009

RESUMO

Esta tese trata de três questões fundamentais do instituto da recuperação judicial de empresas no Brasil, inaugurado pela Lei 11.101 de 2005: (i) a relação entre governança corporativa e o regime aplicável à insolvência empresarial; (ii) o financiamento à empresa em recuperação judicial e (iii) a negociação e votação do plano de recuperação. O estudo integra a Teoria de Finanças Corporativas ao Direito tanto para discutir as questões propostas sob uma perspectiva normativa, como para propor uma abordagem de construção dogmática. A pesquisa busca avaliar em que medida a recuperação judicial se adapta à realidade brasileira, considerando as relações entre o regime aplicável à insolvência e os padrões de financiamento e de governança corporativa observados quanto às empresas de médio e grande portes no Brasil. Quanto ao financiamento à empresa em recuperação judicial, a tese defende uma interpretação da lei segundo a qual somente devam ser autorizados empréstimos com potencial de melhorar a capacidade financeira da devedora, sem expropriar valor dos credores. A tese ainda propõe modificação da lei para aprimorar os procedimentos de análise e decisão quanto à tomada de financiamento pela devedora durante a recuperação judicial. No que diz respeito à votação do plano de recuperação, a tese propõe critérios para aferir a legitimidade das propostas contidas no plano e dos votos manifestados pelos credores.

ABSTRACT

This thesis deals with three fundamental topics of the Brazilian business reorganization model instituted by Law No. 11.101 of 2005: (i) the relation between corporate governance and corporate insolvency law; (ii) post-petition financing to the reorganizing firm; and (iii) voting system and negotiation of the reorganization plan. It integrates corporate finance theory to the study of law to approach the proposed topics from both normative and positive perspectives. The study aims to evaluate whether the new reorganization-oriented regime is coherent with Brazilian economy, considering the relations between corporate insolvency law and the financing and governance patterns of medium to large non-financial firms. As to post-petition financing, the thesis argues that the statute should be interpreted to allow reorganizing firms to incur new debt only inasmuch as it clearly provides a potential net present value to the firm. It also proposes legislative reform to create incentives for post-petition financing and screening procedures that should be in place to distinguish between desirable and non-desirable financing arrangements. With respect to voting on reorganization plans, the thesis identifies law's implicit substantive criteria for approval or rejection of the plan, which should be considered in judging plan's legitimacy.

RIASSUNTO

Questa tesi disserta su tre questioni fondamentali dell'istituto di recupero giudiziale di aziende in Brasile introdotto dalla Legge 11.101 del 2005 (i) il rapporto tra corporate governance ed il regime applicabile all'insolvenza aziendale; (ii) il finanziamento all'azienda in recupero giudiziale; (iii) la trattativa e votazione del piano di recupero. Questo studio applica la Teoria delle Finanze Aziendali al Diritto sia per discutere le questioni proposte sotto una prospettiva normativa, che per proporre un approccio di costruzione dogmatica. La ricerca vuole valutare in quale modo il recupero giudiziale si adatta alla realtà brasiliana, considerando i rapporti tra regime applicabile all'insolvenza e le modalità di finanziamento e di corporate governance esistenti e riguardanti le medie e grandi aziende in Brasile. Quanto al finanziamento all'azienda in recupero giudiziale, la tesi difende un'interpretazione della legge secondo la quale si devono autorizzare soltanto quei prestiti che possono migliorare la capacità finanziaria della azienda debitrice, senza espropriare i creditori dei valori dovuti loro. La tesi propone ancora la modifica della legge per perfezionare i procedimenti di analisi e decisioni concernenti il conseguimento di finanziamento dalla parte della azienda debitrice durante il recupero giudiziale. Per quanto riguarda la votazione del piano di recupero, la tesi propone dei criteri per controllare la legittimità delle proposte che vi sono nel piano e dei voti espressi dai creditori.

INTRODUÇÃO

O diploma falimentar revogado, Decreto 7.661 de 1945, praticamente impedia a possibilidade de reabilitação de empresas em crise econômico-financeira.¹ Isto porque nenhum de seus dois institutos, liquidação e concordata, estava aparelhado para preservar o valor da empresa. Ao longo de sua vigência, acumulou-se um histórico de predomínio de liquidações desordenadas e graves distorções da função da concordata.

Fortes apelos para a reforma da legislação falimentar brasileira foram inspirados por ao menos um objetivo bastante claro: reduzir o custo de capital das empresas no Brasil. O custo de capital está intimamente relacionado à probabilidade de recuperação do crédito. De acordo com o relatório do Banco Mundial “*Doing Business in 2005 – Removing Obstacles to Growth*”, a taxa média de recuperação de crédito contra empresas insolventes no Brasil sob a vigência da lei revogada era apenas 0,02 (dois por cento) do valor de face.

Além do inadequado escopo do diploma falimentar revogado, também o grau de ineficiência do Poder Judiciário brasileiro costuma ser apontado como fator relacionado à baixa taxa de recuperação de crédito contra empresas insolventes no Brasil. Melhorias institucionais têm sido buscadas neste sentido, pela criação de varas especializadas e da Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais, no Estado de São Paulo, e varas especializadas em direito empresarial no Estado do Rio de Janeiro, onde se processa a maior parte dos casos de insolvência empresarial do país.

É claro que não é possível prever em qual medida a introdução da nova lei e as melhorias institucionais em andamento contribuirão para a diminuição do custo de capital no Brasil. Contudo, deve-se reconhecer que um aspecto central desta questão é que a lei

¹ Como se sabe, o vocábulo “empresa” é empregado na legislação brasileira de modo plurívoco, ora significando

a unidade organizativa da atividade produtiva dirigida a fim econômico, ora significando a entidade ou pessoa jurídica titular de poder de controle sobre tal unidade. Este trabalho por vezes utiliza o vocábulo com um significado ou com outro, mas, na maior parte das vezes, para indicar a unidade organizativa da atividade produtiva, já que é esta que deve ser preservada por operação da LRE, desde que viável. Para uma análise e relato sobre a distinção entre “sociedade” e “empresa” na doutrina e na LRE, ver LOBO, Jorge. Comentários ao art. 60 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (Coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**, 2 ed., São Paulo: Saraiva, 2006, p. 179-181.

seja aplicada adequadamente a seus propósitos. São eles, conforme enunciados no próprio texto legal, “viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor” por meio da recuperação judicial (art. 47) e “preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos da empresa”, pelo procedimento de liquidação previsto na falência (art. 75).

A Lei 11.101/2005 (Lei de Recuperação Judicial, Extrajudicial, Falência do Empresário e da Sociedade Empresária – “LRE”) contém diversos dispositivos que se propõem a corrigir tais distorções nos resultados das liquidações e ainda oferece bases para negociação que eleve o valor de empresas viáveis por meio da recuperação judicial ou da extrajudicial. A nova lei trouxe melhorias significativas à regulação da insolvência empresarial. Quanto ao procedimento aplicável à falência, tais melhorias consistem principalmente nos seguintes aspectos: (i) fortalecimento dos direitos dos credores relativamente à posição do crédito fiscal; (ii) a eliminação da responsabilidade por sucessão fiscal e trabalhista; (iii) a elevação da prioridade do crédito com garantia real na hipótese de falência; e (iv) regras de maximização do valor de liquidação de ativos.

A lei ainda oferece um modelo para que devedora e credores da empresa negociem a via de superação da crise, conferindo à devedora direitos exclusivos de pleitear a recuperação judicial e de propor um plano de recuperação. Além destas prerrogativas exclusivas, a nova lei oferece à empresa devedora um “alívio” financeiro temporário mediante deferimento do pedido de recuperação judicial, e, em princípio, mantém os administradores indicados pelos sócios à frente da administração da empresa.

Os casos julgados já sob a vigência da nova lei mostram aquilo que já se antecipava: a redação do diploma tem gerado incertezas a respeito de sua efetividade. À base das questões objeto de litígio, observam-se controvérsias e inseguranças quanto a conceitos elementares que devem estar à base das reflexões. Exemplificam o quadro de incertezas os questionamentos quanto à existência ou não de sucessão trabalhista na recuperação judicial, a legitimidade da cessão de créditos, a legitimidade do teor do plano submetido à votação. Observam-se ainda casos de inviabilidade econômica da empresa, que deve ser reconhecida por parte do magistrado.

Muitos juristas brasileiros já vinham apresentando contribuições valiosas à reflexão anterior à Lei 11.101/2005, sobre a regulação dos processos de falências e

concordatas, apontando a obsolescência da legislação falimentar em vista de imperativos para o desenvolvimento econômico e observando disfunções nos comportamentos seja da devedora seja do credor, provocadas por normas desajustadas à interação concreta entre esses atores. Em vista da novidade do instituto, a ciência jurídica brasileira deve agora avançar na construção de uma dogmática própria e na formulação de uma teoria normativa capaz de lidar com as questões acima apresentadas. A presente tese pretende contribuir para este esforço.

Em vista da novidade do instituto no Brasil, este trabalho procura empreender, em sua primeira parte, um esforço de fixação dos conceitos fundamentais e de exame da teoria da insolvência empresarial. Em sua segunda parte, aborda o tema da recuperação judicial no Brasil privilegiando o tratamento de alguns problemas selecionados, que a autora identifica como sendo as questões centrais à avaliação quanto à efetividade do instituto.

A tese encontra-se estruturada da seguinte maneira:

O Capítulo 1 oferece um breve panorama a respeito da formação histórica e dos elementos básicos da *reorganization* instituída no direito estadunidense, modelo inspirador da concepção do instituto de recuperação judicial previsto na LRE. Em seguida, apresenta os conceitos fundamentais para distinção entre crise econômica e crise financeira da empresa. A articulação destes conceitos é importante para abordar a questão da viabilidade da empresa. Toda a tese está assentada sobre a premissa de que a recuperação judicial só deve ser concedida se a empresa for considerada viável. Como se verá, a determinação quanto à viabilidade é um dos pontos mais problemáticos no manejo do instituto, pois depende do emprego de metodologias não objetivas e da composição entre os interesses dos credores. Em vista deste problema, alguns estudiosos propuseram modelos cuja finalidade seria propiciar uma resolução para a crise sem a interferência do fator “interesses dos credores”. Ainda outros mostram-se céticos quanto à própria necessidade do instituto. Isto nos conduz a questionar qual a razão pela qual determinados países contam com regimes jurídicos mais fortemente orientados à liquidação via falência, ao passo que outros, como os Estados Unidos e o Brasil, oferecem regimes facilitadores da recuperação judicial. As noções e questões colocadas no Capítulo 1 estão ao fundo das questões tratadas nos demais Capítulos da tese.

O Capítulo 2 aprofunda a discussão introduzida no último tópico do Capítulo 1 para indagar sobre as relações e mútuas influências existentes entre: (i) o regime aplicável à insolvência empresarial; (ii) os padrões de financiamento das empresas de médio e grande portes; e (iii) os perfis de governança corporativa. Examinadas essas relações, busca-se avaliar em que medida a recuperação judicial adequa-se à realidade brasileira e quais são os principais desafios que se impõem para sua efetividade. Parte-se da premissa de que as características financeiras e econômicas das empresas em crise podem ser tão diversas que a teoria estará apta a lidar com os problemas concretamente encontrados se puder articular distintas soluções para diversas realidades.

Os Capítulos 3, 4 e 5 assumem empenho mais específico no sentido de contribuir para a dogmática jurídica da recuperação judicial. Eles lidam com três tópicos próprios da recuperação e decisivos para o êxito da utilização do instituto.

O Capítulo 3 investiga a relação entre a governança corporativa e a alocação de poder sobre a empresa em recuperação judicial. A estrutura de poder é peça-chave para compreender as tensões em jogo e o modo de conciliar os interesses a serem tutelados.

O Capítulo 4 aplica os conceitos financeiros relevantes expostos no Capítulo 2 e a análise da dinâmica de poder interna ao procedimento estudada no Capítulo 3 para propor soluções interpretativas que viabilizem as operações de financiamento à empresa em recuperação judicial. Na recuperação judicial, há duas instâncias decisórias que afetam diretamente a capacidade da empresa devedora de preservar ou elevar seu valor: a assembléia geral de credores e o magistrado.² Em princípio, qualquer deliberação da assembléia geral de credores, para que seja válida e eficaz, deve atender às regras de *quorum* previstas na lei. Já quanto às decisões do magistrado, diz a lei que devem atender a um critério de “evidente utilidade”.

² Na recuperação judicial, o comitê de credores assume funções eminentemente fiscalizatórias. Por isso, de um modo geral suas “decisões” na recuperação judicial só afetarão indiretamente a capacidade de preservação ou elevação de valor da empresa devedora, na medida da qualidade da fiscalização exercida. Já na falência se apresenta o comitê de credores como instância decisória quanto a atos que afetem a capacidade de maximizar o valor da massa. Neste sentido, prevê a Lei que o comitê tem competência para deliberar ou orientar o juiz na falência, conforme o caso, sobre: aprovação dos honorários de advogado para representar a massa falida em juízo (art. 22, inciso III, alínea “n”); despesas para realização de atos previstos na lei (art. 29); prática de qualquer ato de disposição ou oneração de bens do falido (art. 99, inciso VI); celebração de contrato para geração de renda à massa falida (art. 114); assunção de contratos bilaterais (art. 117); cumprimento de contratos unilaterais (art. 118); modalidades de realização do ativo (art. 142).

Como interpretar a expressão “evidente utilidade” a ser reconhecida pelo juiz? Afinal, em situações de crise, a empresa tipicamente enfrenta problemas de caixa tão agudos que qualquer proposta de alienação de ativo ou qualquer possibilidade de obtenção de financiamento parecem ser de evidente utilidade à empresa em recuperação ou falência, conforme o caso. Mas será por isso que *qualquer* proposta de obtenção de financiamento deva ser aprovada pelo magistrado? Se para o procedimento de liquidação na falência a lei prescreve ao menos alguns critérios a serem observados quanto ao modo de realização do ativo, já quanto ao processo de recuperação a lei é lacônica. Isto não quer dizer que não haja critérios, mas sim que o intérprete deve empregar um esforço em identificá-los para aferir a legitimidade das decisões tomadas nos processos de recuperação e falência.

O Capítulo 5 retoma o problema da determinação da viabilidade da empresa em crise econômico-financeira frente à necessidade de composição entre os interesses dos credores. Partindo deste ponto, propõe interpretação das normas que regem o sistema de votos na recuperação judicial que seja coerente com as premissas de que somente devem ser recuperadas empresas viáveis. Discute-se assim quais devem ser os critérios para aferir a legitimidade das propostas contidas no plano e dos votos manifestados pelos credores.

Colocam-se ao operador do direito as seguintes ordens de questões: (i) será justificável que a validade de toda e qualquer deliberação por parte do grupo de credores possa se sustentar exclusivamente sobre a verificação dos *quora* previstos na LRE, conforme uma interpretação literal das normas? Ou será que se justifica a preocupação com a possibilidade de exercício abusivo do voto? Caso se admita tal possibilidade, quais são os critérios que distinguem o voto legítimo do abusivo no âmbito da LRE?

A tese apresentada pretende contribuir à ciência jurídica brasileira oferecendo-lhe uma perspectiva sistematizada sobre a articulação dos conceitos e teoria da Recuperação Judicial, que procura (1) incrementar a dogmática do Direito aplicável à Insolvência Empresarial e propor chaves de interpretação da Lei. Além disso, a tese procura inovar ao (2) proceder a análises descritiva e normativa da Lei quanto aos problemas selecionados a partir de perspectiva multidisciplinar que contempla as contribuições da Teoria da Administração Financeira ao Direito aplicável à Insolvência; (3) levantar e analisar dados

que permitem ampliar a compreensão da realidade brasileira; (4) procurar promover aproximação entre acadêmicos nas áreas de Direito e de Finanças para que dialoguem sobre futuros estudos e propostas de políticas públicas sobre o tema; e (5) propor novas questões para a pesquisa acadêmica.

Esta pesquisa parte do pressuposto de que a reflexão jurídica em torno da efetividade do instituto da recuperação judicial deve estar apta a contribuir para constantes demandas por elaboração de políticas públicas que tenham por objetivo recuperar a empresa em crise, e de que a sociedade se beneficia de um diálogo produzido entre interlocutores com diferentes concentrações de pesquisa nas áreas pertinentes.

CONCLUSÕES

A partir da análise empreendida, deve-se concluir que a Lei 11.101 de 2005 representa um importante avanço em relação à norma revogada. O instituto da recuperação judicial mostra-se mais capacitado do que a concordata para buscar a superação de crises econômico-financeiras das empresas. Entretanto, a norma é falha em relação a elementos cruciais ao funcionamento do novo instituto, quais sejam, as regras estruturadoras da negociação do plano de recuperação judicial e as destinadas a viabilizar o financiamento extraconcursal. Por isso a motivação e o desafio impostos à presente tese, ao escolher para a análise do novo instituto precisamente estes, que parecem ser seus aspectos mais problemáticos.

Este trabalho examina os problemas selecionados a partir de uma perspectiva que integra a Teoria de Finanças Corporativas ao Direito. Essa perspectiva permite tratar tanto de questões colocadas à dogmática jurídica como de uma questão fundamental que antecede o esforço de construção dogmática: *será que um instituto como a recuperação judicial é desejável para lidar com crises econômico-financeiras das empresas brasileiras?*

Uma das premissas desta tese é que um instituto com as características da recuperação judicial se faz necessário para corrigir os chamados “problemas de agência”. Desde logo, portanto, recusa-se ao instituto o papel de substituir o Estado nas atribuições deste como agente formulador e implementador de políticas destinadas à contenção e ao combate de crises que afetam toda a economia. É verdade que em muitos casos somente é possível detectar a causa real da crise que atinge uma determinada empresa uma vez que ela seja submetida a um processo capaz de disseminar as informações relevantes entre *stakeholders*.

Mas admitir que a recuperação judicial somente possa ser eficaz quanto a problemas de agência e não quanto a fatores exógenos à empresa tem importantes implicações. A primeira delas é que o próprio Estado não deve se furtar a oferecer soluções por meio de políticas monetárias, macroeconômicas, fiscais, etc. face à manifestação de crises econômicas que atinjam o país ou determinados setores como um todo.

É freqüente que gestores de empresas em dificuldades econômico-financeiras atribuam a causa da crise a fatores exógenos. Mas se há crise generalizada, então setores inteiros são por ela afetados negativamente. Se é de fato externa a origem da crise, pouco adianta buscar entre os credores alguma solução que atue adequadamente sobre ela. Fundamentalmente não faria sentido impor à sociedade como um todo o custo da recuperação de setores inteiros da economia pela utilização de um diploma aplicável à insolvência empresarial. A recuperação pode mostrar-se adequada para solucionar crises derivadas de decisões administrativas equivocadas. É preciso, portanto, considerar o perfil de governança corporativa típico das sociedades que são usuárias potenciais do instituto.

Partindo-se de um recorte que considera relevantes para a análise apenas as empresas de médio e grande portes, apontou-se que a resposta à questão colocada deve considerar os padrões de financiamento e de governança corporativa observados quanto às sociedades pertencentes ao recorte. A pesquisa identifica uma peculiaridade importante que distingue o financiamento às empresas de grande porte do financiamento às de porte médio. Trata-se da presença de monitoramento exercido pelos bancos com relação ao desempenho das primeiras. Esse monitoramento garante o fluxo de informações relevantes quanto à situação econômico-financeira da tomadora ao longo da relação de mútuo. A teoria sugere que, de posse dessas informações, os bancos empreendem esforços consideráveis para evitar a formação de crise econômico-financeira de suas clientes. A pesquisa fornece dados que confirmam a teoria. Uma das funções principais do foro de deliberação coletiva oferecido pela recuperação judicial é o compartilhamento de informações entre *stakeholders*. Mas se considerarmos que as informações relevantes das empresas de grande porte já são transmitidas aos mutuantes durante a solvência, então a perspectiva de que essas empresas se utilizem da recuperação judicial para solucionar um estado de crise econômico-financeira deve ser avaliada com cautela. O receio é que, no conflito entre a utilização de mecanismos indutores de eficiência *ex ante* e de mecanismos de promoção de eficiência *ex post*, os custos tanto de um como de outro conjunto de mecanismos sejam desperdiçados. Já quanto às empresas de médio porte, a pesquisa indica que a recuperação judicial pode mostrar-se como

instrumento apropriado à disseminação de informações entre os *stakeholders* e deliberação a respeito de como solucionar a crise.

Considerando a premissa de que a vocação do instituto é possibilitar a solução de crises que em última análise derivam de problemas de agência, naturalmente surge uma segunda questão: *qual deve ser a configuração do poder decisório sobre a empresa em recuperação judicial?* Aqui o estudo mostra que a resposta correta, apesar de aparentemente contra-intuitiva, é pela manutenção dos gestores à frente dos negócios da devedora durante a recuperação judicial. Mais precisamente, devem ser mantidas as prerrogativas associadas ao direito dos sócios no sentido de indicarem os membros da administração da devedora.

Esta solução resulta de duas ordens de considerações: a primeira é que, uma vez requerida a recuperação judicial, forçosamente suspendem-se as crenças quanto ao valor da empresa. Até que o valor da empresa seja determinado, o que só se dá a partir da homologação do plano, impõe-se uma reconfiguração do poder de controle sobre a sociedade em recuperação. Os gestores são mantidos na administração, mas certas decisões estratégicas passam a depender de aprovação do magistrado ou tornam-se objeto de deliberação exclusiva da assembléia-geral de credores. Não há como negar o caráter *sui generis* da configuração de poder de controle instituída pela Lei. A segunda é a necessidade de conferir aos administradores e aos sócios uma série de incentivos para que, ao final, as empresas não sejam expostas a níveis indesejáveis de risco, eventuais crises econômico-financeiras possam ser revertidas em tempo hábil, e os credores atuem de modo cooperativo para deliberar a recuperação da empresa desde que viável. Quanto à administração, na prática devem ocorrer substituições negociadas dos membros que ocupam determinados cargos-chave na sociedade devedora.

No que diz respeito ao financiamento extraconcursal, o estudo aponta sérias lacunas na Lei. Como discutido, o financiamento extraconcursal pode ser decisivo ao sucesso do procedimento de recuperação judicial e deve ser mais necessário justamente no período entre o deferimento do pedido de recuperação e a aprovação do plano. O problema é que precisamente neste período ainda não terá havido oportunidade a que a devedora submeta ao grupo de credores qualquer indicativo quanto à sua viabilidade econômico-financeira.

A Lei deveria conter dispositivos com dupla função: oferecer incentivos à obtenção de financiamento extraconcursal e ao mesmo tempo proteger os credores contra a perspectiva de que, com o financiamento obtido, a devedora aumente desproporcionalmente o risco associado ao inadimplemento de seus créditos. Como defendido, a norma da LRE que impõe necessidade de autorização judicial para oneração de bens do ativo permanente claramente não tem como desempenhar suficientemente a função que deveria. A tese pretende contribuir para a gradual superação dos problemas apresentados com sugestões de reformas à Lei e, onde possível, soluções interpretativas compatíveis com seu texto atual.

Quanto à formação do plano de recuperação judicial e aos votos sobre ele proferidos, a tese defende que tanto as propostas como o exercício dos direitos de voto devem submeter-se a um juízo de legitimidade. A Lei contém regras expressas apenas quanto ao procedimento para aprovação do plano, as quais resumem-se à verificação de *quorum*, e não estabelece expressamente quais devam ser os parâmetros das propostas aos credores. Apesar disto, defende-se que o juízo de legitimidade em relação às propostas e à votação deva fundar-se não apenas sobre as regras procedimentais contidas na Lei, mas sobre um critério material implícito ao ordenamento.

Considerando que a premissa fundamental do cabimento da recuperação judicial é que a empresa assume valor maior em funcionamento do que se liquidada por meio da falência, a tese propõe a adoção de uma interpretação do ordenamento que procura oferecer um critério material para propositura e votação do plano coerente com tal premissa. Reconhecendo, no entanto, que o valor atribuído à empresa depende da percepção de cada *stakeholder* segundo as variáveis “prioridade” e “interesse”, isto é, prioridade de satisfação de seu crédito em caso de falência e grau de interesse na continuidade da devedora, a tese defende que justamente estas variáveis devem incorporar o critério material para elaboração da proposta do plano de recuperação.

BIBLIOGRAFIA

ACHARYA, Viral V.; SUNDARAM, Rangarajan K.; JOHN, Kose. Cross-Country Variations in Capital Structures the Role of Bankruptcy Codes. **AFA 2005 Philadelphia Meetings - Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=548523>. Acesso em: 17 ago. 2006.

ADLER, Barry E. Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy. **Stanford Law Review**, v. 45, 1993.

ALCHIAN, Armen. A.; DEMSETZ, Harold. Production, Information Costs, and Economic Organization. **The American Economic Review**, v. 62, Issue 5, 1972.

ARAUJO, Aloisio. As Leis de Falência: uma Abordagem Econômica. Trabalhos para Discussão nº 57 – Banco Central do Brasil, Brasília, Dezembro, 2002, p. 15. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/default.asp#2002>>. Acesso em: 22 mar. 2006.

ARMOUR, John; CHEFFINS, Brian R.; SKEEL JUNIOR, David A. Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, 2002.

AYOTTE, Kenneth; YUN, Hayong. Matching Bankruptcy Laws to Legal Environments. February, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=613641>>. Acesso em: 31 out. 2007

BAIRD, Douglas G.; JACKSON, Thomas H. Bargaining After the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule. **University of Chicago Law Review**, v. 55, 1988.

BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms. *Yale Law Journal*, v. 108, 1998.

BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. The End of Bankruptcy. **Stanford Law Review**, v. 55, 2002.

BAIRD, Douglas G.; MORRISON, Edward R. Serial Entrepreneurs and Small Business Bankruptcies. **Columbia Law Review**, v. 5, 2005.

BAIRD, Douglas G. **Elements of Bankruptcy**. 4 ed. New York: Foundation Press, 2006.

BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 154, 2006.

BALZ, Manfred. Market Conformity of Insolvency Proceedings: Policy Issues of the German Insolvency Law. **Brooklyn Journal of International Law**, v. 23, 1997.

BARBERIS, Nicholas; THALER, Richard H. A Survey of Behavioral Finance, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=327880>>. Acesso em: 23 mar. 2007.

BEBCHUK, Lucian A.; CHANG, Howard F. Bargaining and the division of value in corporate reorganizations. **Journal of Law, Economics and Organizations**, v. 8, April, 1992.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy. **Yale Law Journal**, v. 105, 1996.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. A New Approach to Valuing Secured Claims in Bankruptcy. **Harvard Law Review**, v. 114, 2001.

BERKOVITCH, Elazar; ISRAEL, Ronen. Optimal Bankruptcy Laws across Different Economic Systems. **The Review of Financial Studies**, v. 12, n. 2, Summer 1999.

BIENENSTOCK, Martin J. Conflicts Between Management and the Debtor in Possession's Fiduciary Duties. **University of Cincinnati**, v. 61, 1992.

BRADLEY, V. M.; ROSENZWEIG, M. The Untenable Case for Chapter 11. **Yale Law Journal**, v. 101, 2002.

BRENNAN, Michael. Corporate Finance over the Past 25 Years. **Financial Management**, v. 24, n. 2, Summer 1995.

BUTLER, R. V.; GILPATRIC, S. M. A Re-examination of the purposes and goals of bankruptcy. **American Bankruptcy Institute Law Review**, v. 2, 1994.

CARMO, Lie Uema do; SILVEIRA, Alexandre M. Remuneração dos Administradores e Governança Corporativa. **Conjuntura Econômica**. v. 60, n. 7, jul. 2006.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. **A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor de Mercado, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. Tese (Doutorado), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder; RAMIREZ, Gabriel G. Debtor-in-Possession Financing. **Journal of Banking and Finance**, v. 28, 2004.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. In: **The Firm, the market, and the law**, Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

COMPARATO, Fábio K. **Aspectos Jurídicos da Macro-empresa**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1970.

COMPARATO, Fábio K.; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, J. Fred; SHASTRI, Kuldeep. **Financial Theory and Corporate Policy**. 4 ed. New York: Addison Wesley, 2005.

DAHIYA, Sandeep; JOHN, Kose; PURI, Manju; RAMIREZ, Gabriel G. Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: Empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 69, 2003.

DAVIS, Morton D. **Game Theory – A Nontechnical Introduction**. New York: Dover, 1997.

DAVYDENKO, Sergei A.; FRANKS, Julian R. Do bankruptcy codes matter? A study of defaults in France, Germany and the UK, 2006. **EFA 2005 Moscow Meetings**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=647861>>. Acesso em: 18 ago. 2007

EBERHART, Allan C.; MOORE, William T.; ROENFELDT, Rodney L. Security pricing and deviations from the absolute priority rule in bankruptcy proceedings. **Journal of Finance**, v. 456, 1991.

FEIBELMAN, Adam. Debt as a Lever of Control: Commercial Lending and the Separation of Banking and Commerce. **University of Cincinnati Law Review**, v. 75, 2007.

FISHER, Roger; URY, William; PATTON, Bruce. **Como Chegar ao Sim: negociação de acordos sem concessões**. 2 ed. Rio de Janeiro: Imago, 1994.

FLETCHER, Ian F. UK Corporate Rescue: Recent Developments - Changes to Administrative Receivership, Administration, and Company Voluntary Arrangements - The Insolvency Act 2000, The White Paper 2001, and the Enterprise Act 2002. **European Business Organization Law Review**, v. 5, n. 1, 2004.

FRANÇA, Erasmo V. A. e N. Comentários aos arts. 35 a 46 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**, 2 ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

FRANKEN, Sefa. Creditor- and Debtor-Oriented Corporate Bankruptcy Regimes Revisited. **European Business Organization Law Review**, v. 5, n. 4, 2004.

FRANKS, Julian; SUSSMAN, Oren. Resolving Financial Distress by way of a Contract: an Empirical Study of Small UK Companies. **Review of Financial Studies**, v. 2, 1989.

GOLDSTEIN, Marcia L.; VRON, Victoria. Current issues in Debtor in Possession Financing. **American Law Institute - American Bar Association 115**, 2005.

GRUB, Volker. Der Regierungsentwurf zur Insolvenzordnung ist Sanierungsfeindlich! **ZIP**, 1993.

HENOCH, Bruce A. Postpetition financing: is there life after debt? **Emory Bankruptcy Developments Journal**, v. 8, 1991.

HICKS, Jonathan. Foxes Guarding the Henhouse: The Modern Best Interests of Creditors Test in Chapter 11 Reorganizations, **Nevada Law Journal**, v. 5, 2005.

JACKSON, Thomas. H. **The Logic and Limits of Bankruptcy Law**. Washington, D.C.: Beard Books, 1986.

JENSEN, Michael C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n 2, May 1986.

JENSEN, Michael C. Corporate control and the politics of finance. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 4, Spring 1991.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, October 1976

JOHNSTON, J. Bradley, The Bankruptcy Bargain. **The American Bankruptcy Law Journal**, v. 65, 1991.

KIRSCHBAUM, Deborah. Funções da Repressão Penal em Matéria Falimentar: Reflexões e Análises sobre a Nova Lei de Falências. **Revista Direito Empresarial**, Curitiba, v. 6, 2006.

KIRSCHBAUM, Deborah. Cláusula Resolutiva Expressa por Insolvência nos Contratos Empresariais: Uma Análise Econômico-Jurídica. **Revista Direito GV**, v. 2, n. 1, jan.-jun. 2006.

KUMAR, Anjali; FRANCISCO, Manuela. Enterprise Size, Financing Patterns and Credit Constraints in Brazil: Analysis of Data from the Investment Climate Assessment Survey. **World Bank Working Paper No. 49**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=960152>>. Acesso em 12 jun. 2006.

LAGRASTA NETO, Caetano; SADEK, Maria Tereza. T. Morosidade da Justiça. **Revista Jurídica Consulex**, São Paulo, 2008.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, December 1998.

LOBO, Jorge. Comentários ao art. 60 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (Coord.). Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência, 2 ed., São Paulo: Saraiva, 2006.

LOPUCKI, Lynn M. The Debtor in Full Control – Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code? **The American Bankruptcy Law Journal**, v. 57, 1983.

LOPUCKI, Lynn M.; WHITFORD, William C. Bargaining Over Equity's Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 139, 1990.

MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P. Corporate Governance And Commercial Banking: A Comparative Examination Of Germany, Japan, and The United States. **Stanford Law Review**, v. 48, 1995.

MANOVE, Michael; PADILLA, Jorge; PAGANO, Marco. Collateral vs. Project Screening: a Model of Lazy Banks. Mimeo, 2000.

MILLER, Merton. The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 2, n. 4, Autumn 1988.

MILLER, Merton. The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 2, n. 4, Autumn 1988.

MILLER, Harvey R.; BERKOVICH, Ronit J. Bankruptcy 2.0(05): Chapters, changes, and challenges: article: The implications of the Third Circuit's Armstrong decision on creative corporate restructuring: will strict construction of the Absolute Priority Rule make Chapter 11 consensus less likely? **The American University Law Review**, v. 55, 2006.

MIRANDA VALVERDE, Trajano. **Comentários à Lei de Falências**. Revisão de J. A. Penalva Santos et al. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999, 2 v.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, v. 47, n. 3, June 1958.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, June 1963.

MORRISON, Edward R. Bankruptcy Decisionmaking: An Empirical Study of Continuation Bias in Small Business Bankruptcies. **Journal of Law & Economics**, v. 50, 2007.

MUNHOZ, Eduardo S. Comentários ao art. 64 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**. 2 ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007.

MYERS, Stuart C. Determinants of Corporate Borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, 1971.

NANCE, Mark E.; SINGHOF, Bernd. Banking's Influence Over Non-Bank Companies After Glass-Steagall: A German Universal Comparison. **Emory International Law Review**, v. 14, 2000.

NORBERG, Scott F. Classification of claims under Chapter 11 of the Bankruptcy Code: the fallacy of interest based classification, **American Bankruptcy Law Journal**, v. 69, 1995.

OLSON, M. **The logic of collective action: public goods and the theory of goods**. Cambridge: Harvard University Press, 1971.

PANTALEO, Peter V.; RIDINGS, Barry W. Reorganization Value. **Business Law Review**, v. 51, 1996.

PAULUS, Christoph G. Germany: Lessons to Learn From the Implementation of a New Insolvency Code. **Connecticut Journal of International Law**, v. 17, 2001.

PEREZ, Marcelo Monteiro. **Uma Contribuição ao Estudo do Processo de Recuperação de Empresas em Dificuldades Financeiras no Brasil**. Tese (Doutorado em Finanças) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

RASMUSSEN, Robert K. F. Hodge O'Neal Corporate and Securities Law Symposium: The Search for Hercules: Residual Owners, Directors, and Corporate Governance in Chapter 11. **Washington University Law Quarterly**, v. 82, 2004.

REICH, Robert B. Bailout: A Comparative Study in Law and Industrial Structure. **Yale Journal on Regulation**, v. 2, Spring 1985.

REILLY, Robert F. Valuation Adjustments in Bankruptcy Business Valuations. **American Bankruptcy Institute Journal**, v. 24, 2005.

RODRIGUES JÚNIOR, Waldery; MONTEIRO MELO, Giovani. Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil. **Texto Para Discussão No 653 IPEA**,

Brasília, 1999. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_99/td_653.pdf>. Acesso em 29 maio 2006.

ROE, Mark. Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization. **Columbia Law Review**, v. 83, 1983.

ROE, Mark J. Bankruptcy and Mass Tort. **Columbia Law Review**, 1984.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Essentials of Corporate Finance**. 6 ed. New York: McGraw-Hill, 2007.

SADEK, Maria Tereza. Sinal de Alarme: prestígio do Judiciário é baixo em toda a América Latina. **Revista Consultor Jurídico**, São Paulo, 2003.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Alienação de Controle: A Nova Disciplina. **O Novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros, 1998.

SILVEIRA, Alexandre M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho no Brasil**. Tese (Doutorado em Finanças) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SKEEL JUNIOR, David. **Debt's Dominion: a history of bankruptcy law in America**. New Jersey: Princeton University Press, 2001.

SKEEL JUNIOR, David. An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy. **Vanderbilt Law Review**, v. 51, 1998.

SMITH, Clifford W.; WARNER, Jerold B. On Financial Contracting – An Analysis of Bond Covenants. **Journal of Financial Economics**, v. 7, 1979.

SMITH, Thomas A. The Efficient Norm for Corporate Law: A Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty. **Michigan Law Review**, v. 98, 1999.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Comentários ao art. 83 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo**. 2 ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007.

STIGLITZ, Joseph. Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-overs. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, v. 3, n. 2, Autumn 1972.

TANAKA, Wataru. Extinguishing Security Interests: Secured Claims in Japanese Business Reorganization Law and Some Policy Implications for U.S. Law. **Emory Bankruptcy Developments Journal**, v. 22, 2006.

TRANTIS, George G.; DANIELS, Ronald J. The Role of Debt in Interactive Corporate Governance. **California Law Review**, v. 85, 1993.

TRANTIS, George G. A Theory of the Regulation of Debtor-In-Possession Financing. **Vanderbilt Law Review**, v. 46, 1993.

UHLENBRUCK, Wilhelm. Zum Regierungs-Entwurf einer Insolvenzordnung und dem Entwurf eines Einführungsgesetzes. **Konkurs-, Treuhand- und Schiedsgerichtswesen**, 1992.

WARREN, E. Bankruptcy policymaking in an imperfect world. **Michigan Law Review**, v. 92, 1993.