

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia



Projeto de Monografia de Final de Curso

O que leva uma empresa a falência? Como os credores são tratados em casos de insolvência no Brasil?

Antonio Pedro de A. M. L. Teixeira

Número de matrícula: 1113067

Orientador: Ruy Monteiro Ribeiro

Novembro 2015

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia



Projeto de Monografia de Final de Curso

O que leva uma empresa a falência? Como os credores são tratados em casos de insolvência no Brasil?

Antonio Pedro de A. M. L. Teixeira

Número de matrícula: 1113067

Orientador: Ruy Monteiro Ribeiro

Novembro 2015

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Antonio Pedro Teixeira

Antonio Pedro Teixeira

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

“Capitalism without Bankruptcy is like Christianity without hell” – Frank Borman

“Generally speaking, companies get into bankruptcy as a kind of meritocracy. Somebody made some sort of big mistake, to get into bankruptcy, and very often, a part of the mistake is too much leverage”- Wilbur Ross

Sumário

1. Introdução.....	7
2. Motivação.....	10
3. Outros estudos relacionados ao tema.....	11
4. O que leva uma empresa a falência:	
(i) O Excesso de Confiança Proveniente do Sucesso (estágio 1).....	12
(ii) A busca indisciplinada por mais (estágio 2).....	15
(iii) A negação de riscos e perigos (estágio 3).....	17
(iv) A luta desesperada pela salvação (estágio 4).....	19
(v) A entrega à irrelevância ou morte (estágio 5).....	20
5. Casos Reais:	
(i) Lupatech.....	24
(ii) Celpa.....	30
(iii) GVO.....	35
6. Como os credores são tratados em casos de insolvência.....	41
7. Conclusão.....	45
8. Referências Bibliográficas.....	46
9. Anexo 1.....	49

Lista de Tabelas

Tabela 1: Resumo dos sintomas apresentados pelas empresas estudados durante o seu processo de declínio corporativo

Tabela 2: Lupatech - Participação Acionária (pós IPO)

Tabela 3: Lupatech - Participação Acionária (após plano de recuperação extrajudicial)

Tabela 4: Celpa - Participação Acionária (pós venda)

Tabela 5: Classificação das Economias Mundias em termos de Insolvência, Taxa de Recuperação e Tempo para recebimento

Lista de Figuras

Figura 1: Lupatech – Alavancagem & EBITDA

Figura 2: Lupatech – Geração de Caixa

Figura 3: Lupatech – Queima do Patrimônio Líquido

Figura 4: Lupatech – Perfil da Dívida

Figura 5: Celpa – Alavancagem & EBITDA

Figura 6: Celpa – Geração de Caixa

Figura 7: Celpa – Queima do Patrimônio Líquido

Figura 8: Celpa – Perfil da Dívida

Figura 9: GVO – Alavancagem & EBITDA

Figura 10: GVO – Geração de Caixa

Figura 11: GVO – Queima do Patrimônio Líquido

Figura 12: GVO – Perfil da Dívida

Figura 13 – Variação no preço dos bonds emitido em dólares

Figura 14: Tempo (anos) para recebimento das dívidas

Figura 15: Taxa de Recuperação das dívidas (cents on dollars)

1. Introdução

O cenário atual da economia brasileira está bastante desafiador, devido ao fraco desempenho do PIB (expectativas de contração de 3% em 2015 e 2.5% em 2016), às altas taxas de inflação (expectativas para 2015 acima de 10%, bem acima da meta de 4.5%), juros elevados (Selic de 14.25%) que aumentam o custo de crédito para as empresas, e os diversos escândalos políticos. Com essa conjuntura negativa, a quantidade de empresas que estão entrando com pedidos de recuperação judicial vem aumentando drasticamente. Nos primeiros 10 meses de 2014 foram 691, e nos últimos 10 meses foram 977 empresas¹.

Esse trabalho visa investigar se os sintomas apresentados pelas empresas durante os estágios de declínio corporativo são semelhantes e, se utilizando o ferramental da análise de crédito fundamentalista, é possível detectar essa queda e de alguma forma evitar que ela aconteça. O ferramental é baseado em indicadores que acompanham o desenvolvimento dos seguintes componentes: estrutura de capital, geração de caixa, alavancagem, liquidez e eficiência operacional. Para realizar esse estudo, foi feita uma análise dos acontecimentos e dos indicadores de três empresas que recentemente passaram por uma trajetória de declínio corporativo, Lupatech, Celpa e GVO. Ademais, esse trabalho tem como objetivo analisar se a lei de falências no Brasil² fornece o suporte apropriado para os credores e, caso não forneça, procura sugerir mudanças que possam ser introduzidas na lei brasileira.

O estudo tem sucesso em demonstrar que os sintomas são semelhantes e, que é possível monitorar a saúde financeira das empresas com relativo sucesso, utilizando o ferramental da análise de crédito fundamentalista. Nos primeiros dois estágios de declínio corporativo, baseado nos bons resultados anteriores, as três empresas estudadas procuraram crescer de forma indisciplinada, realizando grandes aquisições financiadas via emissão de novas dívidas. Com isso, queimaram caixa de forma significativa e tiveram um aumento na sua alavancagem, adicionando risco aos negócios pois muitas vezes os resultados não saíram conforme esperado. No terceiro estágio, as três empresas continuaram investindo, sem

¹ <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,pedidos-de-recuperacao-judicial-batem-recorde--imp-,1798815> – Último Acesso em: 02.Out.2015

² Lei No 11.101, introduzida na legislação brasileira no dia 8 de Fevereiro de 2005, regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária

reconhecer que estavam em uma situação mais crítica e que precisavam desacelerar seu crescimento. Além disso, a Lupatech e GVO, culpavam fatores externos, respectivamente a queda no preço do barril de petróleo e a política do governo Dilma de segurar o preço da gasolina, para a piora nos seus indicadores. fNo quarto estágio, a Lupatech e GVO tentaram vender a ideia de que os resultados iriam melhorar no futuro quando o cenário externo melhorasse e não tomaram nenhuma medida para evitar que o declínio corporativo continuasse, como por exemplo a venda de ativos ou redução de custos/despesas e de investimentos, levando as empresas direto para o estágio 5. Nesse último estágio, as três empresas estavam com uma estrutura de capital inadequada, assim como o seu perfil de dívida, com muitos vencimentos no curto prazo, cujo as empresas não conseguiam emitir novas dívidas para refinarçar.

As soluções encontradas para tentar solucionar esses problemas, porém, foram diferentes. A Lupatech, primeiramente conseguiu realizar uma recuperação extrajudicial³ com seus credores, onde o passivo foi convertido em equity, aliviando a pressão sobre os vencimentos de curto prazo, e tentou vender ativos non-core. Porém, como o preço do barril de petróleo continuou despencando, a empresa teve que entrar com um pedido de recuperação judicial⁴ menos de 1 ano depois. Já a Celpa, foi vendida para a Equatorial Energia no fim de 2012, empresa controlada pela Vinci, pelo preço simbólico de 1 real, que se comprometeu a realizar um aporte de capital, além de conseguir o alongamento da dívida. Desde então, a empresa vem conseguindo dar um turnaround e apresentou melhoras nas suas métricas de crédito e indicadores financeiros. Enquanto a GVO, ainda não chegou a entrar com um pedido de recuperação judicial, mas seus bonds já estão sendo negociados

³ Recuperação Extrajudicial (Art. 161 da Lei 11.101) – É um acordo entre os credores e devedores no âmbito privado sobre o plano de recuperação das empresas, que depois é homologado judicialmente. Necessita da aprovação de 100% dos credores ou de pelo menos 3/5 de todos os créditos de cada espécie por ele abrangidos (Art. 163 da Lei 11.101). Vantagens desse tipo de recuperação são: redução dos custos, rapidez e maior flexibilidade.

⁴ Recuperação Judicial (Art. 47 da Lei 11.101) – É um acordo entre credores e devedores no âmbito judiciário. Ao realizar o pedido de recuperação judicial tem uma suspensão de 180 dias nas ações e execuções contra a empresa, e assim, tem um alívio maior para continuar rodando. O plano precisa ser apresentado pelo devedor em até 60 dias, depois do pedido ter sido realizado e para aprovação os critérios são os mesmos da Recuperação Extrajudicial.

a taxas muito distressed⁵ e, com isso, já contrataram uma empresa para ajudar a reestruturar sua dívida.

Em termos da lei de falência brasileira e tratamento aos credores, esse trabalho mostra que o Brasil que demora cerca de 4 anos para resolver um processo de recuperação judicial ou falência e que a taxa de recuperação é de 22.4 cents por dólar, ou seja, sofre um haircut⁶ relevante. O Brasil está atrás de muitas economias menos desenvolvidas que a sua nesse quesitos e, por isso, ainda tem muito espaço para melhora. Para resolver isso, poderia analisar a lei de falência de países onde o processo é mais rápido e efetivo e introduzir novas medidas na lei brasileira, ou simplesmente tentar mudar um pouco a cultura dos juízes brasileiro que costumam favorecer os empregados e devedores, em detrimento aos credores.

⁵ Distressed – É quando as dívidas de uma empresa que está passando por um momento delicado, provavelmente está prestes a entrar com um pedido de recuperação judicial, estão sendo negociados com um preço muito barato e com um yield muito elevado. Esses ativos são, por isso, mais arriscados mas podem ser uma boa oportunidade de investimento, dependendo das garantias oferecidas aos credores.

⁶ Haircut – É quando os credores recebem menos do que haviam emprestados inicialmente, pois a empresa não é capaz de pagar a quantia devida.

2. Motivação

Baseado nessa expectativa de um cenário econômico catastrófico para a economia brasileira nos próximos anos, o número de empresas entrando com pedidos de recuperação judicial deve aumentar ainda mais. Um estudo como esse, portanto, é essencial, para que o management consiga identificar se sua empresa está apresentando sintomas de estar enfrentando uma trajetória de declínio corporativo e, de alguma forma tentar impedi-lo. Além disso, a análise dos indicadores de crédito e operacionais é de fundamental importância, não só para o management da empresa, como também para os credores e investidores, pois demonstra uma forma efetiva de monitoramento da atual situação da empresa, e assim, proporciona-lhes uma forma de cobrança, caso acreditem que o management está agindo de forma muito indisciplinada e inapropriada.

O estudo da lei de falências atualmente vigente na legislação brasileira e a forma como os credores são tratados caso a empresa entre em recuperação judicial, é importante para estar preparado no futuro, caso alguma empresa investida entre com pedido de recuperação judicial. É necessário saber qual é o prazo de recebimento e taxa de recuperação e também quem tem a preferência no recebimento do crédito, caso a falência seja consumada. Ademais, é crucial saber se a lei em vigência está sendo efetiva ou se deve sofrer alterações.

3. Outros estudos relacionados ao tema

Os temas abordados nesse estudo, o que leva uma empresa a falência e tratamentos dos credores em casos de insolvência, são extremamente importantes e, por isso, já foram estudados por diversos outros autores.

Opler e Titman em 1994⁷, por exemplo, acharam em seus estudos que as empresas mais alavancadas, perdem uma parte substancial do seu market share para concorrentes menos alavancados, quando sua indústria está em desaceleração. Além disso, a receita com vendas e valor de mercado da empresa também são fortemente impactados.

Denis e Denis 1995⁸, investigaram os impactos da troca de diretores executivos nos indicadores operacionais e financeiros da empresa. A troca de diretores executivos, devido a decisões do management, primeiramente resulta em um declínio operacional significativo e, depois é seguido com aumentos expressivos na sua performance. Os autores acharam, porém, que essas trocas dos diretores executivos geralmente ocorrem por pressão externa e não por decisão do management. Quando a troca acontece, as empresas normalmente diminuem o tamanho das suas operações e costumam ter um aumento no controle corporativo de suas atividades.

Lang e Stulz 1992⁹, investigaram o impacto de um anúncio de insolvência no valor patrimonial de seus concorrentes. Os autores acharam que o anúncio de insolvência tem um impacto negativo no valor patrimonial dos seus concorrentes e que esse impacto costuma ser ainda maior em firmas que são alavancadas. Em indústrias bastante concentradas e com pouca alavancagem, acharam que o impacto é positivo, ou seja, os competidores se beneficiam das dificuldades financeiras da empresa que anunciou estar insolvente.

⁷ Opler e Titman, 1994

⁸ Denis e Denis, 1995

⁹ Lang and Stulz, 1992

4. O que leva uma empresa a falência?

A trajetória enfrentada pelas empresas ao longo de seu declínio corporativo pode ser dividida em cinco estágios: 1- O excesso de confiança proveniente do sucesso, 2 – A busca indisciplinada por mais 3- A negação de riscos e perigos, 4 – A luta desesperada pela salvação e 5 – A entrega à irrelevância ou morte¹⁰. Os sintomas enfrentados pelas empresas em cada um desses estágios geralmente são semelhantes, mas podem variar, visto que tem mais de um sintoma que caracteriza que a empresa esteja em um dos cinco estágios do declínio corporativo. Ademais, a presença de alguns dos sintomas indicados a diante, não significa que a empresa esteja necessariamente em alguns dos estágios da trajetória de declínio corporativo, mais com certeza aumenta a probabilidade dela estar.

O Excesso de Confiança Proveniente do Sucesso (estágio 1)

O primeiro passo enfrentado pelas empresas na sua trajetória de queda é o excesso de confiança proveniente do sucesso, ou seja, o management se deixa levar pelos bons resultados que a empresa tem apresentado ao longo dos últimos anos e não só passa a ser mais indisciplinado⁷, como também esquece a verdadeira razão que levou a sua empresa a triunfar⁷.

Uma das formas de entrar no estágio 1, é através da arrogância, ou seja. quando a pessoa que está no comando de uma empresa se considera melhor do que os outros e, acha que o sucesso de sua empresa se manterá por tempo indeterminado. Em casos como esse, muitas vezes a empresa não procura estar sempre inovando e ignora as suas concorrentes, pois acredita que ser o centro do universo, e assim, a única que pode ter ideias inteligentes. Um bom exemplo, para mostrar isso foi a estratégia adotada pela Motorola na década de 1990, que após lançar seu celular novo, o StarTAC, que não possuía a tecnologia digital, tentou influenciar na distribuição de produtos das telefonias móveis. O management da Motorola, disse que para vender o StarTAC, 75% das vendas de telefones das telefonias móveis teriam que ser Motorola e eles teriam também que ter expositores exclusivos da Motorola. Essa tática arrogante e agressiva, não deu certo e a Motorola, teve uma queda de 50% de participação no mercado para cerca de 17% em Manhattan. Essa estratégia, portanto, onde o líder arrogante

¹⁰ Essa parte é baseada nos cinco estágios de declínio apresentados no livro Como os Gigantes Caem, 2010

tenta se impor através da força bruta, não traz bons frutos e acaba criando inimigos que impedem o seu sucesso.

Outra forma de entrar no primeiro estágio de declínio é o desvio do volante primário, isso é, quando você deixa de se concentrar no seu negócio principal e procura crescer em outros segmentos. É lógico, que isso não significa que procurar inovar e se expandir em outras áreas é sempre negativo, mas as empresas nunca podem ignorar o seu volante primário e se concentrar demais em uma nova área, onde eles ainda não tem certeza se vão ter o mesmo sucesso. Os investimentos, a intensidade e o tempo dedicado para o seu business principal, então, não podem ser reduzidos, antes deles terem um bom indicativo que o outro negócio vai ter um sucesso tão grande quanto ou maior do que o do seu volante primário.

Não podemos deixar de lado também o papel da sorte. Quando você adota uma postura conservadora, de que parte do sucesso de seu negócio foi causado pela sorte, ou pelo fato que você estava em um mercado que não havia concorrência, você estará sempre preparado para possíveis desafios que podem surgir, pois você estará sempre tentando entender o por que da estratégia adotada pela sua empresa ter dado certo naquela ocasião e quando essa estratégia pode não dar certo. Diferentemente, de uma abordagem arrogante, onde você adota uma postura de que o sucesso foi causado 100% pelo seu próprio mérito, e assim, você pode estar desprevenido quando uma concorrente sua emergir, ou quando as características do segmento que a sua empresa atua forem repentinamente modificados.

Outro sintoma que pode indicar que a empresa está nesse primeiro estágio, é quando os diretores executivos deixam de lado o seu espírito questionador e de quererem estar aprendendo sempre mais. Um bom exemplo, para entendermos melhor isso, é se olharmos o percurso enfrentado pela Ames Department Store e pela Walmart. A Ames, surgiu em 1958 e teve a ideia de levar o varejo para as áreas rurais e pequenas cidades, com desconto em todos seus produtos, durante o ano inteiro. Não só isso, eles tinham uma cultura de premiar os seus vendedores pelos desempenhos apresentados nas vendas e, com isso, acabaram aniquilando todos seus competidores. A Walmart, surgiu alguns anos depois e adotando a mesma cultura e ideias, começou a crescer no Centro-Sul dos Estados Unidos, enquanto a Ames se expandia no Nordeste. Até a década de 1990, ambas tiveram um crescimento expressivo, e suas ações apresentaram um retorno mais de nove vezes maior do que o do mercado. No entanto,

enquanto a Walmart está com um market cap hoje em dia de US\$ 203 bilhões¹¹ a Ames faliu em 2002, após dois pedidos de recuperação judicial mal sucedidos. A razão para isso é que o fundador da Walmart, Sam Walton, e os líderes que o sucederam procuraram sempre valorizar o cliente e não a si próprio e nunca deixaram de lado a sua procura por aprendizado. Segundo Walton, “Só existe um chefe: o cliente. E ele pode demitir todas as pessoas da empresa, do presidente do conselho até o faxineiro, simplesmente levando o dinheiro para gastar em outro lugar”¹², por isso você tem que sempre ter certeza que o cliente está satisfeito. Para mostrar que Walton nunca deixou o aprendizado de lado, podemos analisar o encontro dele com um grupo de investidores brasileiros na década de 80, após esses terem comprado uma rede de descontos na América do Sul. Os investidores decidiram enviar um email para 10 CEO’s das varejistas mais importantes da época, para tentar entender mais desse business, e o único que respondeu e aceitou marcar um encontro com eles, foi o Walton. Mais do que isso, durante o encontro com os investidores, o fundador da Walmart aproveitou para bombardear eles com perguntas do Brasil e do varejo na América Latina, ou seja, tentou extrair o máximo de aprendizado possível desse encontro. Walton se preocupava também que essa cultura questionadora e curiosa fosse mantida quando tivesse que deixar a empresa. Por isso, decidiu passar o comando para David Glass, que já estava na Walmart há bastante tempo e tinha uma cultura muito parecida com a sua, sempre procurando adquirir mais conhecimento. Glass, assim com Walton era uma pessoa bastante simples e discreta, e procurava sempre valorizar o cliente, não é a toa que muitas pessoas de fora do setor de varejo provavelmente nunca ouviram falar dele. Já na Ames, seus líderes não procuraram estar sempre se reciclando e aprendendo coisas novas como Walton. Ademais, a passagem do controle não foi feita da forma apropriada, para alguém que entendesse da cultura da empresa e soubesse o porque do sucesso obtido nos últimos anos. O CEO da Ames, Herb Gilman, contratou uma pessoa de fora, que procurou atingir um rápido crescimento através de investimentos agressivos, financiados por dívidas, como a compra de 392 lojas da Zayre, que lançou a empresa no ambiente urbano da noite para o dia, fazendo a

¹¹ <<http://www.bloomberg.com>>, Último Acesso em: 20.Set.2015

¹² <<http://www.universodosnegocios.com/negocios/5-dicas-de-sam-walton-para-atingir-o-sucesso>>, Último

Ames pular direto para o estágio 2 (A busca Indisciplinada por mais). No ambiente urbano, a empresa mudou sua estratégia principal que era de dar desconto todos os dias, procurando oferecer preços baixos só em alguns dias estratégicos e teve uma queda brusca de suas vendas e preço de suas ações. Com a piora operacional e sem dinheiro em caixa para pagar as dívidas vencendo no curto prazo, não resistiu e foi liquidada em 2002.

A busca indisciplinada por mais (estágio 2)

No segundo estágio, as empresas tentam crescer de forma agressiva e indisciplinada, movidas pelo excesso de confiança proveniente do sucesso (estágio 1). Um boa exemplo para demonstrar isso é a Rubbermaid, empresa americana, que procurava lançar um produto novo todo dia. A Rubbermaid, teve um período de crescimento acentuada e chegou a ser considerada uma das empresas mais inovadoras dos Estados Unidos, mas a quantidade excessiva de produtos lançados, em diversos mercados e dos tipos mais diferenciados, acabou pressionando a empresa, que passou a apresentar falhas básicas como o atraso na entrega dos produtos. Junto a isso, o aumento no custo das matérias primas também prejudicou a empresa, pois eles foram forçados a repassar esse aumento para os preços dos produtos e a Walmart, varejista que eles tinham um ótimo relacionamento, não aceitou esse aumento e retirou vários produtos da Rubbermaid de suas lojas. Esse problema enfrentado pela Rubbermaid é comum em muitas empresas de capital aberto, que estão pressionadas para crescerem de forma acelerada no curto prazo e apresentarem um retorno elevado para seus acionistas (ROE elevado). Porém, o management precisa resistir a essa pressão dos acionistas e buscar somente o crescimento que seja sustentável e que vá trazer valor para os acionistas no longo prazo. Para isso, o management tem que evitar investimentos em áreas onde eles não vão ter um diferencial em relação aos seus concorrentes, investimentos em áreas que não se encaixem no perfil da empresa ou investimentos que venham a aumentar a fama e prestígio deles próprios e não venham a trazer nenhum ganho para a empresa.

Além disso, as empresas começam a ter a saída de funcionários chaves, por não recompensá-los da forma devida ou por ter um sistema muito burocrático de tomada de decisões. Para resolver esse problema, é crucial manter os funcionários sempre motivados, e a melhor forma de fazer isso é adotando o sistema de meritocracia, ou seja, recompensando os funcionários que estão se dedicando e trazendo bons resultados para a empresa. Isso pode ser feito através

de bônus, aumentos nos salários ou participação nos lucros da companhia, tornando-os sócios. Não só isso, o acompanhamento dos funcionários em posições chaves também é muito importante. É preciso evitar que a receita cresça em um ritmo mais forte do que a contratação e desenvolvimento de novos funcionários chaves, pois eles são os únicos capazes de implementar um crescimento que seja saudável no longo prazo. Outro ponto importante e que não pode ser ignorado, é a velocidade em que as decisões são tomadas. Muitas empresas continuam a sua trajetória de declínio por ter um sistema muito burocrático, onde o tempo para uma decisão ser tomada é muito grande, e assim, acabam perdendo oportunidades de lucrar em situações onde precisam dar uma resposta rapidamente.

No estágio 2, as empresas costumam ter também um problema no management. A Usiminas, uma maiores siderúrgicas brasileiras, é um bom exemplos para demonstrar isso. Na Usiminas, os controladores Nippon Steel (Japão), com uma participação acionária de 29.45% e Ternium (subsidiaria do grupo italo-argentino Techint) com uma participação acionária de 38.06% estão brigando desde 2014, quando a votação do comitê indicou a saída do CEO argentino (Julián Eguren), do Diretor de Subsidiárias (Paolo Basseti) e do Diretor Industrial (Marcelo Chara)¹³. Eles haviam sido indicados pela Ternium e foram acusados de receberem cerca de R\$1 milhão em pagamentos irregulares. Após a votação, a Ternium acionou a Nippon na justiça por quebra do acordo de acionistas, visto que o grupo japonês não cumpriu o que eles haviam previamente acordado (votariam como bloco único e unificado e o grupo argentino seria o responsável por escolher o CEO). Após a votação, o Grupo Nippon acabou acumulando a gestão da Usiminas e a Presidência do Conselho da Empresa, deixando os argentinos furiosos. Esse aumento de tensão entre os controladores, vem trazendo muita volatilidade nas ações da Usiminas e acarretou novamente em um gap entre as ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) (as ações ordinárias estão avaliadas em duas vezes mais do que as ações preferencias). A ideia é que, algum dos controladores possa deixar a empresa, e assim, é possível que os minoritários tenham o direito de tag along, ou seja, de deixar a sociedade junto com um dos controladores. O outlook negativo para a demanda de aços, devido a desaceleração da economia Chinesa, e a expectativa de preços internacionais baixos para o minério de ferro também vem atrapalhando a Usiminas, que já chegou a ter um market cap de mais de R\$27 bi de reais, em 2007 quando suas ações PN e ON estavam

¹³ <<http://ri.usiminas.com/>> , Último acesso em: 12.Nov.2015

valendo entre R\$37-40 e hoje em dia, está com um market cap de R\$4.8 bi, com as ações ON de R\$6.96 e PN de R\$2.5¹⁴.

A negação de riscos e perigos (estágio 3)

O estágio 3, é caracterizado por empresas que não reconhecem que estão em uma situação crítica e continuam fazendo apostas ousadas, mesmo sem ter uma prova concreta que essas apostas vão dar certo. Antes de tomar uma decisão arriscada, é essencial pensar sempre em quais vão ser as vantagens para a empresa caso essa decisão venha a dar certo, nos problemas caso a decisão seja um fracasso e de que forma a empresa vai conseguir sobreviver caso a decisão realmente não seja correta. Para ilustrar melhor esse estágio, podemos pensar em um grupo de alpinistas que vai realizar uma escalada bastante perigosa, pois tem uma probabilidade relevante de que uma tempestade comece a cair. Nesse cenário, o ganho caso a tempestade não caía, é que eles vão conseguir completar a escalada. Porém, caso a tempestade venha a cair, eles podem ter uma lesão muito séria ou até morrer. Lógico que nesse caso, é preciso levar em conta a probabilidade de uma tempestade cair, mas é sempre bom evitar situações com um alto risco de vida ou com um alto risco de falência da empresa. O management tem que estudar os possíveis desdobramentos que os investimentos mais agressivos possam trazer, para evitar que sua empresa entre em um cenário, onde não é possível se reerguer.

Outro bom indicador que a empresa está no estágio 3 é a externalização da culpa. Para analisar esse ponto podemos analisar o governo do PT e a crise atual da economia brasileira. A presidente Dilma, está sempre botando a culpa do mal momento da economia brasileira em crises externas como a crise do subprime em 2008, a crise européia e a desaceleração da China, que vem reduzindo os preços dos commodities e prejudicando o Brasil, um dos maiores produtores mundiais. Na verdade o seu governo tomou medidas desastrosas, como a redução no preço da energia, que acabou deixando o sistema elétrico perto do limite, a política de segurar o preço de gasolina, que enfraqueceu a Petrobrás, maior petrolífera do país, e reduziu a competição do setor de etanol e de combustíveis renováveis e a redução drástica dos juros, que acarretou em um aumento expressivo na inflação. Essa política de culpar fatores externos está prejudicando demais o Brasil, e pode ter o mesmo dano em

¹⁴ <<http://www.bloomberg.com>>, Último Acesso em: 29.Nov.2015

empresas que não aceitem que estão passando por um momento conturbado, devido a decisões erradas do seu management. É fundamental, portanto, estar sempre discutindo piores em indicadores importantes e que os empregados não tenham medo de apresentar notícias ruins para seus chefes, com medo de serem criticados.

Nesse estágio 3, é extremamente importante observar as variações nos indicadores de liquidez e de endividamento. Um Free Cash Flow (Fluxo de Caixa Operacional – Capex) constantemente negativo, indica que a empresa está queimando caixa. Isso pode ter sido causado por uma deterioração nas operações das empresas, como por exemplo uma queda nas receitas, ou por um capex demasiadamente alto. É claro, que os investimentos tendem a melhorar de alguma forma o operacional da empresa no futuro, mas é preciso ter certeza que a liquidez no curto prazo não vai ser comprometida por investimentos elevados demais. O cronograma de amortização, que indica quanto que a empresa precisa pagar de dívidas vencendo nos próximos anos também deve ser acompanhando de perto, assim como o Caixa / Dívidas de Curto Prazo, que mostra se a empresa precisará captar dívidas novas nos bancos ou no mercado para realizar o pagamento das suas amortizações vincendas. Outro ponto importante, é o montante que a empresa consegue captar por ano. Se esse montante costuma ser elevado, vamos supor R\$500 mi, e ela precisa pagar somente R\$100 mi, é razoável pensarmos que ela não deve ter problema para realizar os pagamentos ou para refinanciar sua dívida, aumentando o seu prazo. Para conseguir captar uma quantia significativa, a empresa precisa ter um bom relacionamento não só os bancos, como também com o mercado, e para isso, torna-se necessário a transparência na divulgação dos seus resultados e clareza dos objetivos da empresa para o futuro, e sobre a forma com que pretende atingir esses objetivos. Em termos de endividamento, é importante acompanhar de perto a trajetória do indicador de Dívida Líquida / Ebitda (Dívida Bruta – Caixa / Lucro antes de Juros, impostos, depreciações e amortizações), que demonstra qual é a alavancagem da empresa. Quanto mais alto for esse indicador, mais a empresa terá que pagar de juros sobre as suas dívidas, e esse é um fator que não pode ser deixado de lado no Brasil, já que o CDI atualmente está em 14.25% ao ano. Por último, o indicador de Dívida Líquida / Patrimônio Líquido também deve ser monitorado, pois indica quanto que a empresa tem de dívidas em relação ao seu patrimônio. Empresas que tem uma receita garantida, como concessionárias rodoviárias podem se alavancar um

pouco mais, pois a sua receita é ajustada todo ano com a inflação do país, mas mesmo assim é sempre bom acompanhar esse indicador.

A luta desesperada pela salvação (estágio 4)

O quarto estágio, é marcado por empresas que tentam uma medida radical para se recuperar de forma acelerada do cenário ruim e acabam agravando ainda mais a situação financeira da empresa. Não só isso, quando essa medida não dá certo, elas vão embarcando em uma medida desesperada atrás da outra até que a empresa chegue no estágio final, entrega a irrelevância ou morte. Algumas medidas que são tradicionalmente realizadas nesse estágio são: uma aquisição que seja capaz de mudar o jogo, a contratação de um CEO de fora da empresa, que seja carismático e revolucionário e a venda de resultados bons no futuro.

Uma aquisição capaz de mudar o jogo, possivelmente a compra de uma concorrente ou de uma empresa em outro setor, modificando radicalmente a estratégia da empresa, pode não ser benéfica, visto que a empresa pode não conseguir acomodar um nível de endividamento mais elevado ou não saber o que precisa ser feito para ter sucesso nesse novo setor. O aumento do endividamento, que pode ser visto no indicador Dívida Líquida / Ebitda, pode resultar em pagamentos muito elevados de juros, aumentando as despesas financeiras e reduzindo o lucro da empresa. Ademais, o cronograma de amortização das dívidas, pode ficar concentrado demais no curto prazo e caso a empresa não esteja com uma posição de liquidez forte ou tenha uma boa aceitação para captar no mercado, podem não ter com realizar o pagamento das dívidas. Já a entrada em um novo setor, onde eles não tem muita experiência pode resultar em investimentos inapropriados e em queima de caixa, que farão com que o declínio corporativo aconteça de forma ainda mais ligeira.

Um CEO de fora da empresa, que seja carismático e revolucionário, pode não ser positivo, pois ele não conhece a empresa por dentro e não sabe exatamente quais são todos os problemas que a empresa está enfrentando. Para adquirir esse conhecimento, o CEO precisaria passar um tempo analisando internamente a nova empresa e as operações do seu dia a dia para não tomar nenhuma decisão precipitada. Não só isso, o novo CEO precisaria conhecer melhor os seus funcionários, e saber quais deles são competentes e estão em posições consideradas chaves para que a empresa tenha sucesso. Como informamos também

no estágio 2, o novo CEO deve instalar nesse momento o sistema de meritocracia, caso ainda não seja o modelo adotado pela empresa. Portanto, o tempo para que um CEO de fora comece a transformar a empresa pode ser demorado, e por isso, o treinamento de um funcionário que já trabalhe a bastante tempo na empresa, e assim já conheça com profundidade todos os detalhes e problemas que precisam ser resolvidos, é vital em todas as empresas e pode ser a melhor alternativa caso o CEO venha a ser substituído, seja pela empresa estar enfrentando um momento complicado ou por algum problema de saúde. É claro que se a empresa contratar um CEO que seja bastante respeitado no segmento que atua, o mercado vai lhe dar um voto de confiança e tempo para que possa tomar medidas que venham a recuperar a empresa, mas se ele tentar fazer isso de forma precipitada e agressiva, pode deixar a empresa em uma situação ainda mais grave.

A venda de resultados bons no futuro, é uma forma utilizado pelo management para tentar desacelerar o declínio da sua empresa, ao dizer que a situação que eles estão enfrentando é temporária e que em breve vão se recuperar. O problema é que muitas empresas se preocupam demais em tentar passar uma imagem positiva para os seus acionistas e deixam de tomar atitudes básicas de empresas que estão passando por um momento conturbado, como cortes de custos e despesas e redução de capex. A redução de capex é importante, pois ajuda a empresa a gerar mais caixa e ficar com uma posição de liquidez maior, extremamente importante se a empresa tem dívidas que precisam ser amortizadas no curto prazo. Já o corte de custos e despesas, influencia diretamente no lucro do período, e conseqüentemente no retorno dos acionistas e nos dividendos que serão distribuídos.

A entrega à irrelevância ou morte (estágio 5)

Quando a empresa atinge o estágio 5, a principal decisão a ser tomada é: se entregar ou continuar lutando? Nesse momento, os diretores executivos tem que pensar em qual é a importância da empresa deles no setor que eles atuam e como e por quem ela vai ser substituída caso deixe de existir. É preciso, que ele tenha confiança na recuperação de sua empresa e de que ela vai voltar a fazer sucesso, e não apenas sobreviver. É sempre importante também ter em mente os valores essenciais da empresa para que os seus líderes não tentem fazer algo muito fora do padrão, algo que não estejam acostumados e que possa levar a queda novamente da empresa no futuro. Em termos concretos, a primeira medida

deve ser em relação a posição de caixa da empresa, visto que uma empresa entra em falência quando não tem mais caixa para honrar o pagamento de suas dívidas e outras despesas de curto prazo, como os salários dos funcionários, e não quando seu lucro é negativo. Quando a empresa já está no estágio 5, as primeiras medidas pra tentar se recuperar, então, devem ser os cortes de custos e despesas, fechamento dos negócios menos lucrativos e cortes de capex, para fortalecer a sua posição de caixa. É imprescindível também que as empresas acompanhem o seu capital de giro, isto é, o montante que a empresa precisa para manter as operações do dia a dia e para que seus compromissos sejam pagos em dia, mesmo quando estejam atravessando um momento bom e não somente quando estejam a beira do precipício. É preciso controlar o tempo que demora para que os clientes realizem os pagamentos para a empresa e o tempo que ela tem para pagar seus fornecedores, para evitar que a empresa entre em uma situação de falta de liquidez, obrigando ela a tentar levantar dívidas de curto prazo com o custo muito elevado, que vão acelerar o seu declínio. Ademais, como já foi dito é preciso monitorar outros indicadores de crédito como a alavancagem (Dívida Líquida / Ebitda), Free Cash Flow e Cronograma de Amortização para evitar que a empresa chegue ao estágio 5. Como veremos na seção 2, é possível claramente ver a deterioração desses indicadores a medida que as empresas vão passando pelos cinco estágios de declínio corporativo e, através desse acompanhamento, o management deve tentar impedir que o declínio corporativo aconteça.

Caso o management não tenha uma gestão disciplinada e não se preocupe com a posição de caixa, a empresa pode não ter como se recuperar mais. Nesse caso, ela pode ser vendida por um preço baixo, para algum concorrente que esteja disposto a tentar recuperá-la e que vá se responsabilizar pelas dívidas vincendas, pode tentar algum acordo extrajudicial com seus credores ou pode entrar com o pedido de recuperação judicial. O pedido de recuperação judicial basicamente, dá um tempo para que as empresas em crises financeiras consigam formular um plano sobre como o pagamento será feito para os seus credores. Caso, não consigam um acordo com seus credores, a empresa não tem alternativa, se não entrar em falência e ter seus ativos liquidados.

5. Casos Reais

Desde 2005, quando a nova lei de falências foi introduzida no Brasil, até Abril de 2015, 6938¹⁵ empresas entraram com pedido de Recuperação Judicial e 3859¹ com pedidos de falência. Mesmo esses números sendo bastante elevado, a obtenção de dados para fazer uma análise de crédito fundamentalista é muito complicada, pois muito dessas empresas não são abertas e, assim, não são obrigadas a disponibilizar esses dados para os seus investidores/credores. Além disso, muitas empresas quando estão prestes a entrar com um pedido de recuperação judicial costumam parar de publicar os seus dados e quando já estão em recuperação judicial, torna-se ainda mais difícil de consegui-los.

Nesse estudo foi utilizado dados da Lupatech, Celpa e GVO, que percorreram nos últimos anos os cinco estágios de declínio corporativo, apresentando os sintomas característicos de cada estágio, descritos na primeira seção. Alguns desses sintomas foram: erros do management, endividamento elevado, falta de liquidez, investimentos indisciplinados e impactos negativos do cenário externo.

Ademais, os casos da Lupatech, Celpa e GVO são extremamente úteis para entender também as diferentes formas que os diretores executivos podem tentar reerguer as suas empresas, depois que elas já tenham atingido o estágio 5, visto que cada um dos casos foi solucionado de uma forma diferente. A Lupatech, realizou uma Recuperação Extrajudicial e posteriormente teve que entrar com um pedido de Recuperação Judicial, a Celpa, foi vendida para a Equatorial Energia, que se comprometeu a realizar um aporte de capital, além de conseguir o alongamento da dívida e a GVO, ainda não chegou a entrar com um pedido de Recuperação Judicial, mas já contratou a assessoria jurídica e financeira para tentar reestruturar sua dívida, visto que seus bonds já estão sendo negociadas a taxas muito distressed e a empresa já está com uma estrutura de capital e perfil de dívida inadequados.

¹⁵ <<http://www.conjur.com.br/2015-jun-13/empresas-entram-recuperacao-judicial-reabilitam>>, Último Acesso em: 25 nov. 2015

Tabela 1: Resumo dos sintomas apresentados pelas empresas estudadas durante o seu processo de declínio corporativo

	Lupatech	Celpe	GVO
Estágio 1	-Arrogância	-Arrogância	-Arrogância
Estágio 2	-Investimentos indisciplinados financiados via dívidas	-Investimentos indisciplinados financiados via dívidas	-Investimentos indisciplinados financiados via dívidas
Estágio 3	-Externalização da culpa -Desvio do volante primário -Aumento alavancagem, redução liquidez	-Aumento alavancagem, redução liquidez	-Externalização da culpa -Aumento alavancagem, redução liquidez
Estágio 4	-Venda de Resultados bons no futuro -Impacto setor externo		-Venda de Resultados bons no futuro -Impacto setor externo
Estágio 5 /	-Perfil de Dívida e Estrutura de Capital Inadequados	-Perfil de Dívida e Estrutura de Capital Inadequados	-Perfil de Dívida e Estrutura de Capital Inadequados
Solução	-Recuperação Extrajudicial -Venda de Ativos non-core Conversão da dívida em Equity -Alongamento do vencimento das dívidas Recuperação Judicial	- Venda para Equatorial Energia -Aporte de Capital -Alongamento do vencimento das dívidas	-Contratação Assessoria jurídica e financeira para reestruturar a dívida -Troca do management

Fonte: Dados analisados da Lupatech, Celpe e GVO

i. Lupatech¹⁶

Descrição da Empresa:

A Lupatech foi fundada em 1980 e fornece válvulas industriais e cabos focadas para o setor de petróleo e gás e também produz peças injetadas e fundidas para a indústria automotiva. A empresa gaúcha sempre teve como sua maior cliente a Petrobrás, e uma parte significativa de sua receita, conseqüentemente, advém dos contratos assinados com a maior petrolífera brasileira. A Lupatech chegou a bolsa em 2006, e com seu IPO conseguiu captar R\$453 milhões.

Tabela 2: Lupatech - Participação Acionária (pós IPO)

BNDES Participações S/A - BNDESPAR	31%
Fundação Petrobras de Seguridade Social - PETROS	24%
Oil Field Services Holdco LLC	16%
Outros	<u>28%</u>
TOTAL	100%

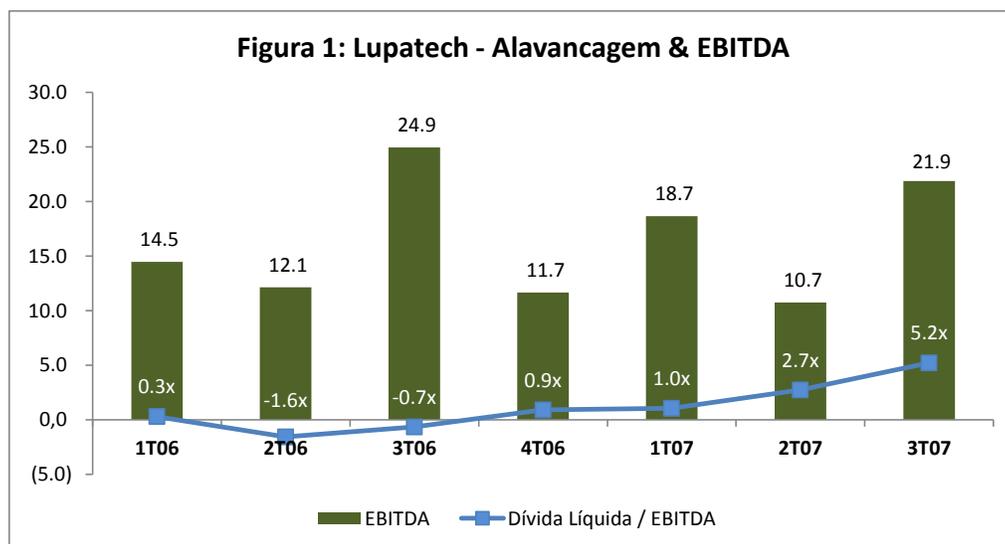
Fonte: Lupatech

História

Após a realização do seu IPO, o presidente da época, Nestor Perini, disse que eles pretendiam duplicar a capacidade total de produção de válvulas para a indústria de petróleo e gás em até três anos, característica exclusiva do estágio 1. Para obter esse crescimento acentuado, a empresa aumentou drasticamente seus níveis de investimentos e realizou 15 aquisições, como por exemplo a Kaestner & Salermo e a Gasoil, a primeira por R\$32.1 milhões e a segunda por R\$91.3 milhões. Ambas empresas são sediadas em Macaé e são também focadas na prestação de serviços para o setor de petróleo e gás. Para financiar essas aquisições, a empresa utilizou a emissão de dívidas, em 2006, emitiu uma debênture com

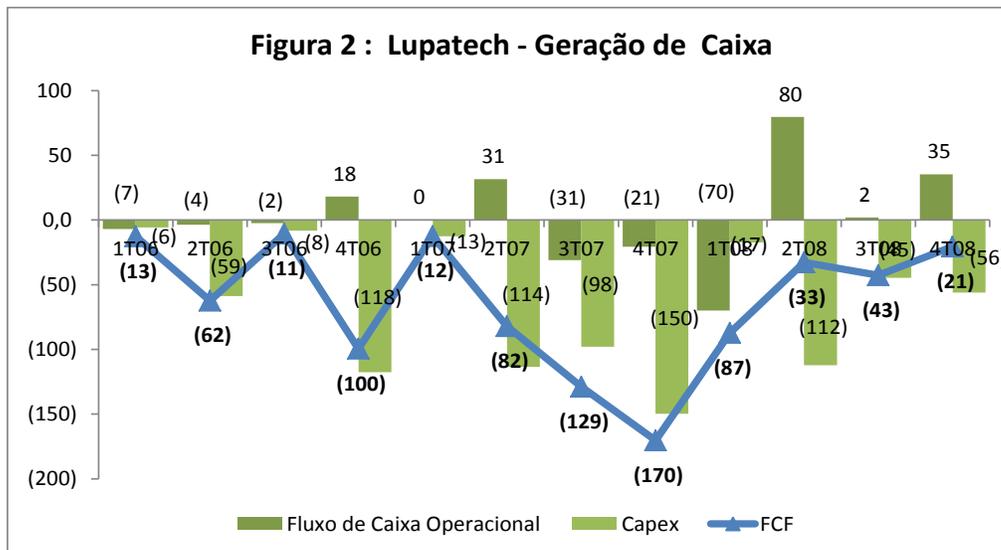
¹⁶ <<http://lupatech.infoinvest.com.br>> Último Acesso em: 10. Nov. 2015

prazo de 5 anos e rentabilidade de 105% CDI, totalizando R\$227 milhões¹⁷, e em 2007, emitiu um bond perpétuo no mercado internacional, totalizando US\$200 milhões. Essa estratégia, adotada pela Lupatech, é um exemplo perfeito do Estágio 2, onde o management procurara crescer de forma agressiva e indisciplinada, através de um capex elevado e muita dívida. Eles procuraram aproveitar o alto preço do barril de petróleo e o bom momento vivido pela Petrobrás, sua principal cliente, e todo o setor, e não se preocuparam com o seu nível de endividamento e com sua geração de caixa. Como podemos ver no primeiro gráfico abaixo, logo após o IPO, a empresa estava em uma posição de net cash (caixa mais elevado do que as dívidas) e, com a emissão das debêntures no fim de 2006 e logo em seguida do bond no 3T07, a sua alavancagem medida pela Dívida Líquida / Ebitda chegou a 5.2x. Ademais, podemos ver no segundo gráfico que a empresa queimou caixa durante todos os trimestres (FCF negativo), visto que os investimentos elevados com as aquisições eram bem superiores ao fluxo de caixa operacional.



Fonte: Lupatech

¹⁷<http://www.debentures.com.br/exploreosnd/consultaadados/emissoesdedebentures/caracteristicas_d.asp?tip_deb=publicas&selecao=LUPA11>, Último Acesso em: 28.Out.2015



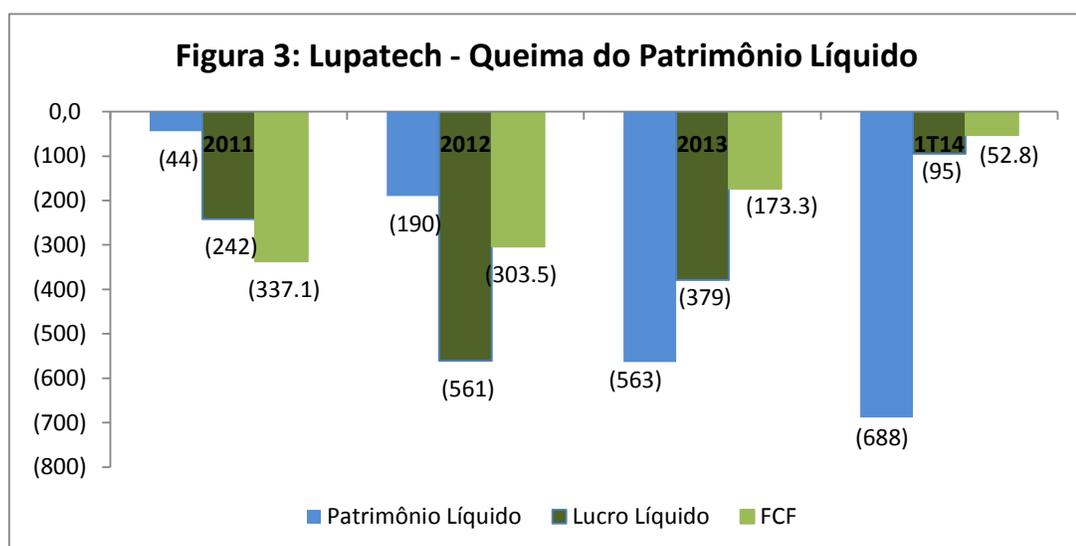
Fonte: Lupatech

Em 2009, veio a crise mundial, que afetou radicalmente a Petrobrás, e por consequência toda a sua cadeia de fornecedores. Com a redução do preço do barril de Petróleo, queda na receita e nos lucros, a Petrobrás atrasou a compra dos seus produtos e retardou o início de alguma das suas operações, com o objetivo de baixar o preço cobrado pelos fornecedores, que ainda refletiam o preço do barril de petróleo mais elevado dos anos anteriores. Essa estratégia penalizou muitos fornecedores e obrigou-os a reduzir a sua capacidade de produção. A Lupatech, porém, demorou muito para tomar medidas que procurassem reduzir os custos, diminuir os investimentos e gerar caixa. Em vez disso, entrou numa licitação de fios metálicos utilizados no fundo do mar¹⁸, uma área onde não estava acostumado em atuar. Os preços apresentados pela Lupatech no processo de licitação, porém, foram 50% superiores aos vencedores do processo, fazendo com que ela perdesse a licitação. Ademais, o management procurou externalizar a culpa para a crise mundial e não aceitavam que pudessem ter contribuído também pelo mal momento da empresa. Com isso, a alavancagem da empresa continuou aumentando, atingindo assombrosos 19.2x de Dívida Líquida / EBITDA em 2011. Esses sintomas, de continuar fazendo apostas ousadas e que não são ligadas ao volante primário, além de não reconhecer que a empresa está em uma situação crítica, são sintomas clássicos do Estágio 3 de declínio.

¹⁸ < <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/989/noticias/no-lugar-certo-na-hora-errada>>, Último Acesso em 28.Out.2015

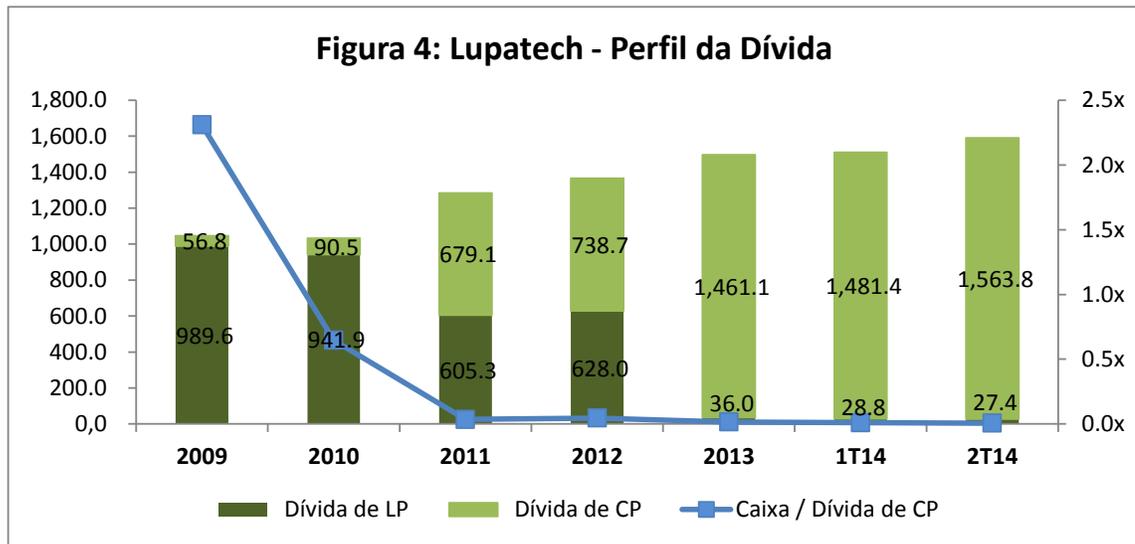
A empresa, acreditava que com o passar do tempo e a recuperação da Petrobrás os bons resultados iriam voltar (estágio 4). Todavia, após a eleição de Dilma para ser Presidente do Brasil em 2011, a situação da empresa ficou ainda pior. Com o intuito de conter a inflação, a presidente parou de subir os preços da gasolina, afetando diretamente a Petrobrás e, portanto, também a Lupatech e os outros fornecedores, fazendo a empresa pular para o estágio 5 da trajetória de declínio corporativo. O management, finalmente começou a tomar medidas para tentar restabelecer a companhia. Em 2011, teve a venda de dois ativos de metalurgia (negócio menos rentável), com o intuito de passar a focar no seu volante primário, e a venda de equipamentos para o setor de óleo e gás.

Entretanto, as medidas não surtiram o efeito esperado, pois os custos dos bens e serviços vendidos que representavam 67% da receita líquida em 2011, cresceram a um ritmo bem superior ao crescimento da receita líquida, passando a representar 85.3% da receita líquida no fim de 2013. Com isso, o Ebitda da empresa caiu para um patamar de R\$10 milhões, com margem de 2.5%, e a alavancagem medida pela Dívida Líquida / EBITDA encerrou 2013 em 96.5x. Como forma de comparação, no ano de 2008, antes da crise, o Ebitda foi de R\$208.9 milhões e teve uma margem de 29.6%. Com esse nível inadequado de endividamento, as despesas financeiras também estavam muito elevadas (cerca de 42% das receita líquida) e a Lupatech teve prejuízo forte nos anos de 2011-2013, média de R\$394 milhões por ano, queimando todo o equity da empresa como podemos ver no gráfico abaixo.



Fonte: Lupatech

O perfil da dívida da empresa estava insustentável, no fim de 2013, com 98% da sua dívida vencendo no curto prazo. Sem ter como realizar o pagamento dessas dívidas, pois não conseguia captar no mercado, nem com os bancos, a empresa teve que negociar com seus credores alguma outra solução.



Fonte: Lupatech

Solução encontrada: Recuperação Extrajudicial e posteriormente um pedido de Recuperação Judicial

A Lupatech conseguiu aprovar um plano de recuperação extrajudicial no dia 14/07/2014, com seus credores onde o seu passivo transformou-se em participações acionárias, dando um novo fôlego para empresa que chegou a ter um patrimônio líquido negativo em cerca de R\$800 milhões. As dívidas de curto prazo que estavam totalizando R\$ 1.56 bilhão, transformaram-se em R\$ 400 milhões, sendo 65% com perfil de longo prazo, aliviando a pressão de pagamentos no curto prazo. Com essas mudanças, os acionistas principais, sendo BNDES, Petros, Oil Field and Services Holdco LLC e outros foram diluídos, como mostra a tabela abaixo.

Tabela 3: Lupatech - Participação Acionária (após plano de recuperação extrajudicial)

BNDES Participações S/A - BNDESPAR	29.60%
JP Morgan (custódia dos Ads)	44.22%
Itaú Unibanco	8.71%
Banco Votorantim	6.18%
Outros	<u>11.29%</u>
Total	100.00%

Fonte: Lupatech

Depois disso, a empresa procurou focar na desmobilização de ativos non-core e na busca por potenciais investidores. Com isso, pretendiam captar dinheiro para reequilibrar equilibrar as demandas de capital de giro e de capex, e retomar as atividades operacionais com maior vigor. Todavia, o cenário externo e interno não ajudaram, o preço do barril de petróleo no mercado internacional teve uma queda acentuada e foi apontado um esquema de corrupção entre a Petrobrás e as empreiteiras, mais conhecido como Lava Jato, que acabaram tendo efeitos negativos sobre toda a cadeia de suprimentos do setor. A Lupatech, que a pouco tempo tinha enfrentado dificuldades financeiras, não resistiu, e teve que entrar com um pedido de Recuperação Judicial no dia 25/05/15, pouco tempo depois de ter seu Plano de Recuperação Extrajudicial ter sido aprovado.

ii. Celpa¹⁹

Descrição da Empresa:

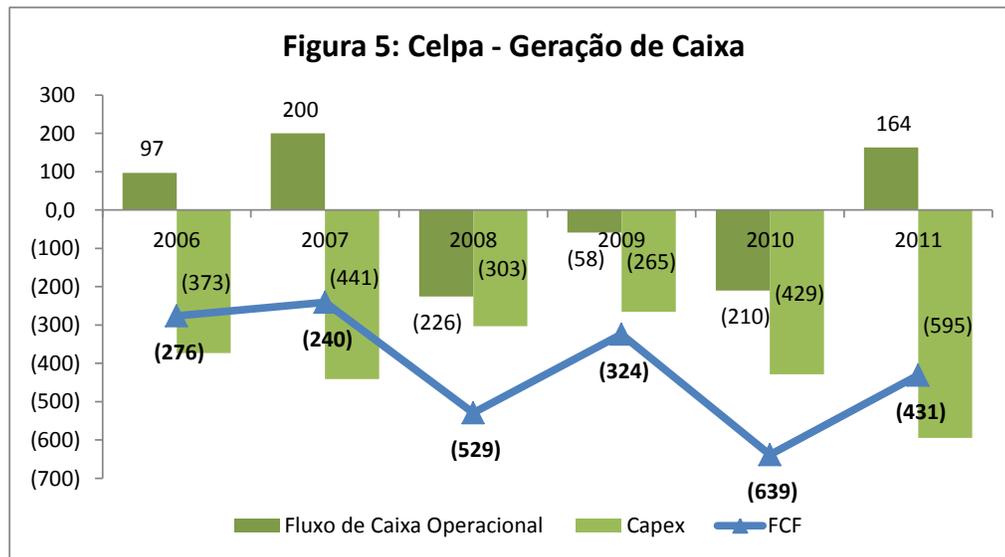
A Celpa, criada em 1962, é uma distribuidora com concessão para distribuir energia no Estado do Pará. O Pará, tem um potencial hidrelétrico avaliado em mais de 61 mil MW, pois concentra em seu território cerca de 34% de toda a extensão da bacia amazônica. A empresa, distribui energia para cerca de 7.5 milhões de pessoas em 143 municípios.

Participação Acionária: controlada pelo grupo Rede Energia, com uma participação acionária de 61.3%.

História

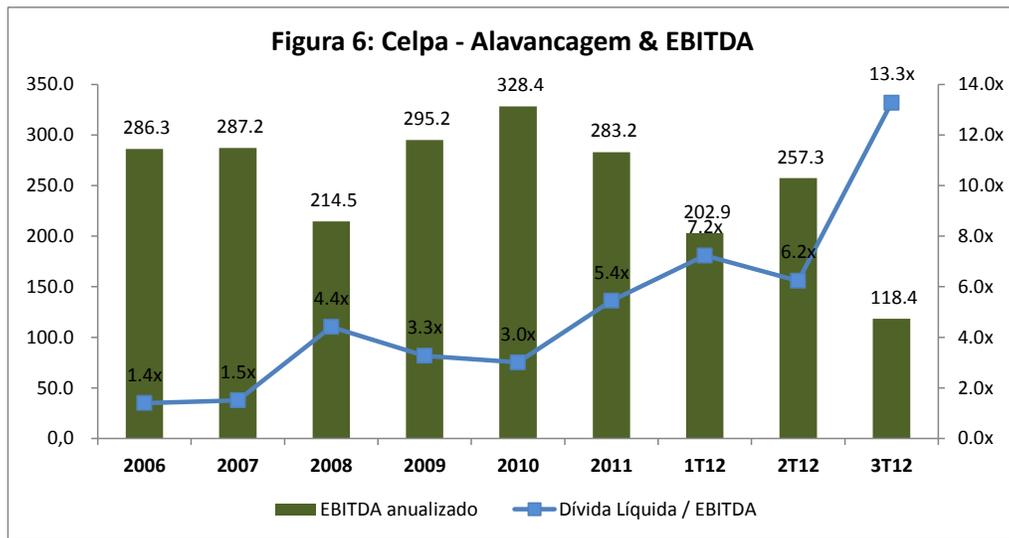
Após o lançamento do Programa Luz para Todos, em 2003, que tinha como principal objetivo levar energia elétrica de forma gratuita para 10 milhões de habitantes do meio rural, a Celpa passou a ter uma plano bem agressivo de investimentos (média de R\$401 milhões entre os anos de 2006 até 2011). Esses investimentos, vinham aumentando a receita líquida da empresa em uma média de 12% ao longo desses anos, devido principalmente ao aumento do volume consumido de energia. Entretanto, a empresa não foi capaz de controlar seus custos, que cresceram a um ritmo de 22.4% em média nesse anos, e passaram a representar no fim de 2011, 84% da receita líquida, comparado a 63% no fim de 2006. Além de tudo, como podemos ver no gráfico abaixo, o fluxo de caixa operacional era bem inferior ao montante elevado de investimentos e, assim, a empresa queimou bastante caixa nesse período.

¹⁹ <<http://celpa.riweb.com.br/>> Último Acesso em: 10. Nov. 2015



Fonte: Celpa

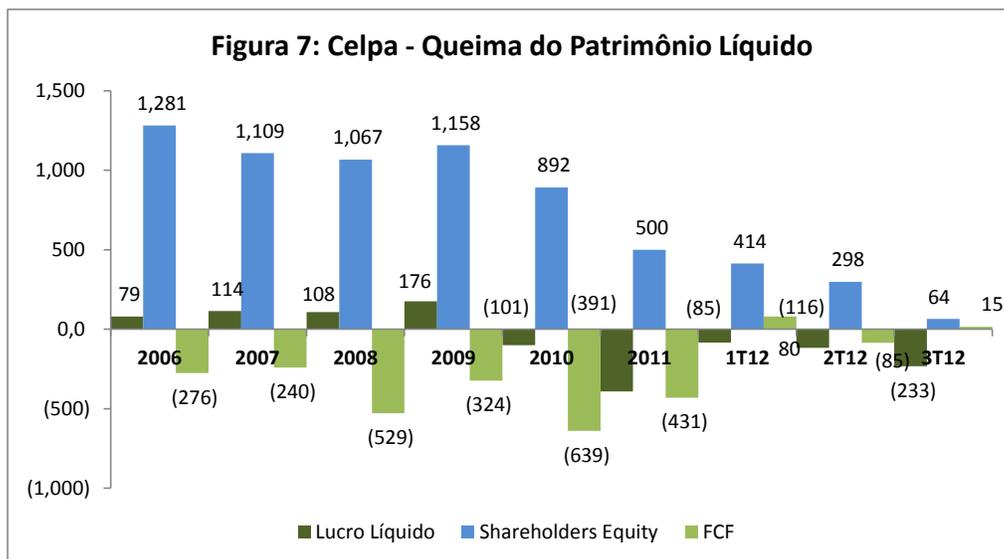
Para financiar esses investimentos, a empresa utilizou as dívidas, mas diferentemente da Lupatech, não captou com o mercado local via debêntures. Boa parte dos recursos vinham da Eletrobrás, que era a operacionalizadora do programa luz para todos, BNDES, e também via emissões externas, como o bond de US\$250 milhões que a empresa emitiu em 2011, com vencimento em 2016 e cupom de 10.5%. A alavancagem da Celpa, medida pelo indicador de Dívida Líquida / Ebitda teve um aumento de 1.4x para 5.4x durante esses 5 anos e o indicador de Caixa / Dívidas de Curto Prazo foi de 2.6x para 0.3x nesse mesmo período. Essa tentativa de crescer de forma indisciplinada via investimento e dívidas, onde a companhia deixou de lado seus valores essenciais são características exclusivas dos estágios 1 e 2. Para evitar essa queima acentuada de caixa, o management tinha que ter realizado um crescimento mais controlado e estar sempre atentos com os níveis de endividamento da companhia.



Fonte: Celpa

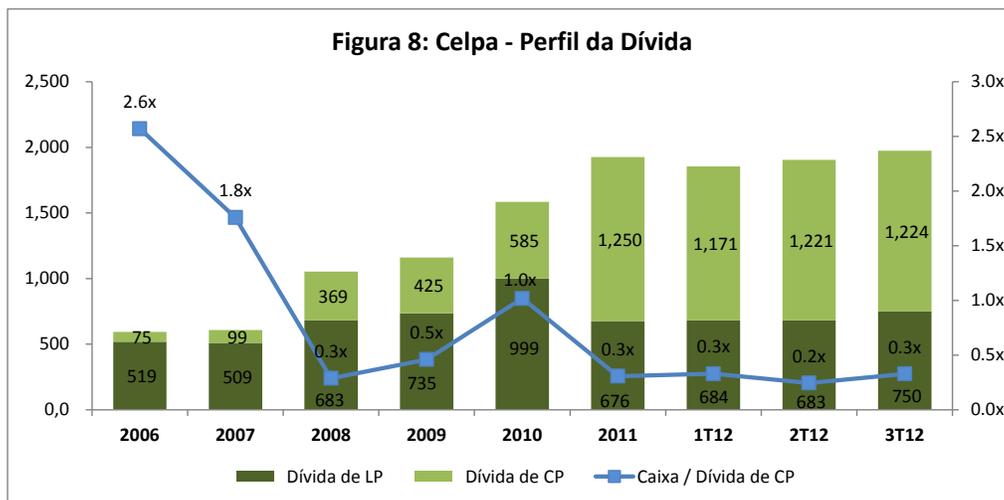
Outro fator que acelerou o declínio da Celpa, foi a personalidade de Jorge Queiroz, que liderava o Grupo Rede, controladora da Celpa e não gostava de ser contrariado. Em 2007, por exemplo, o Executivo Evandro Coura que havia sido contratado anos antes para profissionalizar o grupo, tentou defender uma desaceleração para solucionar os problemas financeiros e acabou entrando em conflito com Queiroz, que não concordava com ele. Coura, acabou sendo demitido e a Celpa continuou seus investimentos agressivos via emissão de dívidas. Esses conflitos no management, causados por um líder arrogante, que se considera o dono da verdade, é um sintoma típico dos estágios 1 e 2, e agrava ainda mais a péssima situação vivida pela empresa.

Durante esse anos, a Celpa apresentou um nível de captação elevado por ano, devido a força de sua empresa controladora e as dívidas voltadas para o programa Luz para Todos. Seus líderes, continuaram a fazer suas apostas agressivas de crescimento e não reconhecerem que a empresa estava enfrentando um momento conturbado, sintoma do estágio 3. Essa atitude de negligência, acabou fazendo com que a empresa pulasse direto para o estágio 5, onde a Dívida Líquida / Ebitda chegou a 13.3x e a empresa já tinha queimado todo seu Patrimônio Líquido.



Fonte: Celpa

No início de 2012, a Celpa estava com um montante de cerca de R\$1.2 bilhão para vencer no curto prazo e não conseguia levantar dinheiro no mercado para realizar o pagamento ou refinanciar essa dívida, então, não tiveram outra alternativa, se não entrar com um pedido de recuperação judicial.



Fonte: Celpa

Solução encontrada: A Celpa foi comprada no dia 28/02/2012 pela Equatorial Energia, empresa controlada pela gestora de fundos de private equity Vinci Partners, pelo preço

simbólico de 1 real. Além disso, conseguiram um alongamento das dívidas vencendo no curto prazo e a Equatorial se comprometeu a injetar R\$700 milhões nos primeiros dois anos.

Tabela 4: Celpa - Participação Acionária (pós venda)

Equatorial	96.18%
Eletrobrás	1.15%
Minoritários	2.68%
Total	100.0%

Fonte: Lupatech

Desde então, a Celpa apresentou melhoras nas suas métricas de crédito, devido a melhorias na sua geração de caixa operacional, em função do crescimento do volume de energia faturado, redução nas perdas de energia e controle de custos. Ademais, a Equatorial já demonstrou suporte com os aumentos de capital (previstos quando a compra foi assinada), capitalização de dívida e garantias de empréstimos, e assim, a empresa inclusive teve uma elevação no seu rating atribuído pela Fitch para A (escala local)²⁰. Esse é um caso, portanto, onde a empresa que fez o pedido de recuperação judicial e conseguiu se reerguer. Após a compra, a Celpa vem apresentando uma melhora não só operacional, como também as suas métricas de crédito, com destaque para alavancagem (Dívida Líquida / Ebitda) de 2.9x no 1T15, comparado aos 13.3x no 3T12, logo após a compra, e Caixa / Dívidas de Curto Prazo de 1.5x, comparados aos 0.3x no 3T12.

²⁰ <<https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=962635>>, Último Acesso em: 10. Nov. 2015

iii. GVO²¹²²

Descrição da Empresa

A GVO é um dos maiores produtores de açúcar e etanol no Brasil, operando quatro usinas localizadas no estado de São Paulo. As usinas da GVO tem uma localização estratégica (perto da principal áreas de consumo do Estado de São Paulo e, mais importante, com bom acesso aos portos de Santos e Guarujá e das ferrovias. A companhia foi fundada em 1920 pelo Comendador Virgolino de Oliveira, pai de Hermelindo Ruete de Oliveira, que foi CEO da GVO durante muitos anos.

Participação Acionária: controlador família Virgolino de Oliveira

História

Durante o período de 2005-2008, a GVO e diversas outras companhias do setor de açúcar e álcool foram seduzidas pela alta no preço dos commodities e realizaram investimentos agressivos para aumentarem a sua capacidade de produção. A GVO investiu R\$380 milhões na usina José Bonifácio, inaugurada em 2006, aumentando sua capacidade de 1.7 milhões de toneladas para 3.7 milhões de toneladas, e R\$230 milhões de toneladas na Usina de Monções, inaugurada em 2008, com uma capacidade de 2.4 milhões de toneladas. Esses investimentos foram financiados pelo BNDES, cerca de R\$400 mi, e aumentaram a capacidade de produção da GVO de 4.2 milhões de toneladas para 12 milhões de toneladas por colheita. Esse crescimento agressivo de sua capacidade para tentar se aproveitar da alta no preço dos commodities, é um sintoma típico dos estágios 1 e 2. Primeiramente, o management está extremamente confiante no futuro da sua empresa, em virtude dos bons resultados que vem apresentando e acha que esses resultados vão se manter por tempo indeterminado, já que confia muito no trabalho deles e minimizam o papel da sorte, um fator externo que possa ter contribuído para melhorar os números da empresa. Depois disso, buscam um crescimento agressivo via dívidas, relaxando o controle ao nível de

²¹ < http://www.mzweb.com.br/gvo/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>, Último Acesso em: 10. Nov. 2015

²² Relatórios de Research BTG Pactual de 2011 e 2014

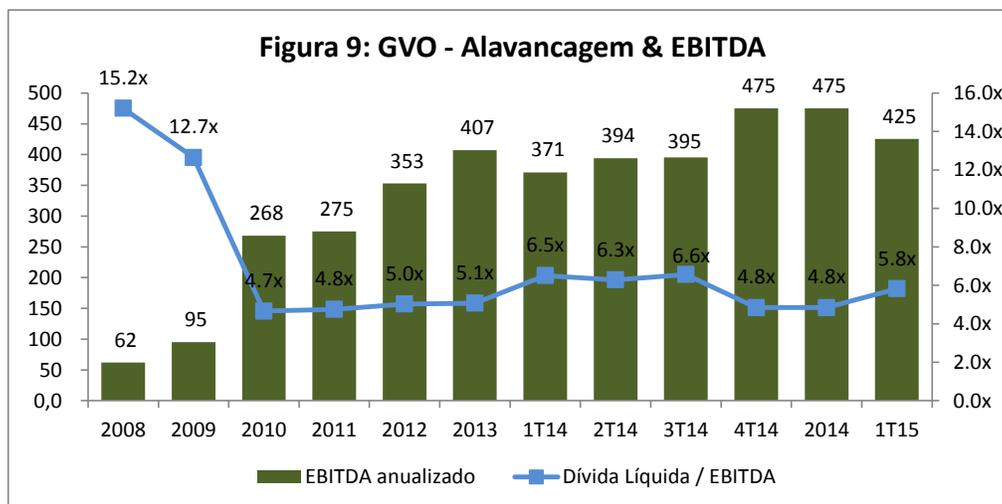
endividamento da empresa e da geração de caixa. Em 2008, a alavancagem medida pelo indicador de Dívida Líquida / Ebitda chegou a 15.2x.

Com a crise mundial e a queda dos preços das commodities, várias empresas do setor de açúcar e álcool, que haviam se alavancado para aumentar sua capacidade de produção, assim como a GVO, entraram com pedidos de recuperação judicial. Durante esse ano, houve a entrada de vários players internacionais, como a Shell, e muita consolidação no setor via M&A. A GVO sofreu menos que seus pares, pois conseguiu o seu financiamento via BNDES, a taxas baratas e com prazos longos de vencimento, evitando processos complexos de derivativos, que seus concorrentes utilizaram, e devido ao suporte da Copersucar²³, criada em Outubro de 2008, que ajudou a financiar o seu capital de giro.

Durante os anos de 2010 e 2011, os investimentos feitos para aumentar a capacidade de produção das Usinas começaram a dar resultados, e a GVO teve um crescimento expressivo na sua Receita Líquida (R\$662 milhões em 2009 e R\$1037 milhões em 2010, um crescimento de 57% YoY). Ademais, com um maior controle dos custos e despesas, que cresceram a um ritmo bem mais elevado do que as receitas, o Ebitda da GVO subiu para um patamar de R\$270 milhões em 2010 e 2011 com margem de 26%, comparado aos R\$95 milhões em 2009 e margem de 14.5%. Além disso, a companhia conseguiu reduzir drasticamente os seus investimentos, para um patamar de R\$27 milhões por ano e, conseguir gerar mais de R\$200 milhões de caixa nesses dois anos, utilizado principalmente para amortizar as dívidas vencendo no curto prazo. Dessa forma, sua alavancagem reduziu-se para cerca de 4.8x no fim de 2011. Mesmo sendo extremamente agressivos durante os anos de 2006-2008, devido ao boom no preço dos commodities, as medidas do management da GVO estavam no caminho certo, visto que com o controle de custos e crescimento das receitas,

²³ A Copersucar é uma associação de produtores de açúcar e álcool, formada por 26 membros que executa 48 Usinas e tem uma capacidade de 114 milhões de toneladas por colheita. Dessa forma, consegue obter economias de escala em armazenamento, negociação de preços, logística e também tem uma base mais ampla de clientes. Todos os membros da Copersucar vendem toda a sua produção para empresa e recebem antecipadamente a receita, com um pequeno prêmio sobre o preço que atualmente está sendo vendido, reduzindo a volatilidade no seu preço e volume. Ademais, a Copersucar se aproveita do seu tamanho para levantar dívida no mercado e financiar as necessidades de capital de giro dos membros do grupo.

estavam desalavancando a empresa, e com a redução de investimentos estavam conseguindo gerando caixa. No entanto, é importante ressaltar que mesmo no fim de 2011, quando a empresa já começava a mostrar sinais de recuperação, o indicador de Dívidas de Curto Prazo / Caixa era somente de 0.2x, ou seja, a GVO rodava com muito pouco caixa e tinha muitas dívidas vencendo no curto prazo, precisando sempre refinanciar esse montante elevado. A companhia, também não gerava quase nenhum lucro, em 2011 foram somente R\$72 milhões.

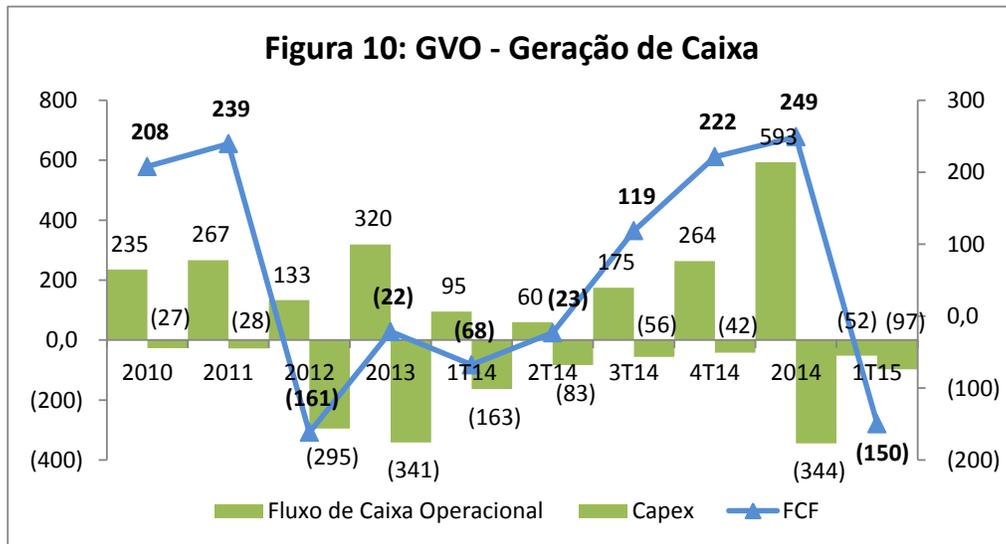


Fonte: GVO / BTG / Bloomberg

Em 2012, a política do governo Dilma, de segurar o preço da gasolina, que resultou na perda de competitividade do álcool, e a queda no preço internacional do açúcar começaram a prejudicar o desempenho da empresa. Entretanto, o management atribuiu a piora nos indicadores aos fatores externos (estágio 3) e, mesmo sem estar em um nível de endividamento adequado, voltaram a investir a todo vapor, foram R\$294 milhões em investimentos em 2012, como poder ser visto no gráfico abaixo. Para financiar esses investimentos, a GVO decidiu emitir em Fevereiro de 2012, o seu segundo bond em dólares, com prazo de 10 anos, cupom de 11.75% e um montante de US\$300 milhões. No início de 2011 a empresa já tinha emitido o seu primeiro bond, com um prazo de 7 anos, cupom de 10.5% e um montante de US\$300 milhões²⁴. Esse aumento na dívida bruta, que encerrou o ano de 2012, em mais de R\$2 bilhões, teve um efeito drástico no resultado financeiro, um aumento de 110% YoY em 2012, totalizando R\$355 milhões, devido ao aumento das

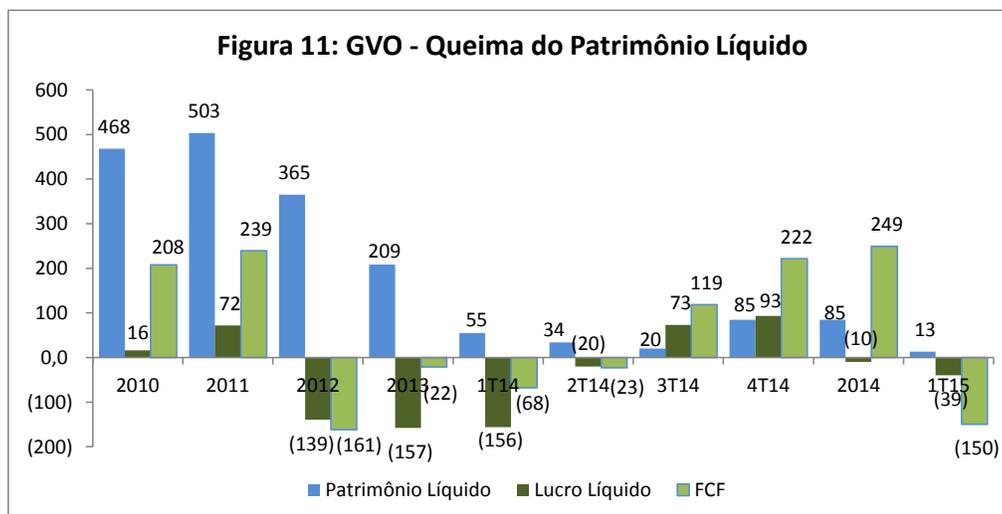
²⁴ <<http://www.bloomberg.com>>, Último Acesso em: 29.Nov.2015

despesas com juros e amortizações. Sendo assim, a companhia teve um prejuízo de R\$140 milhões em 2012, e queimou 27% do seu patrimônio líquido YoY.



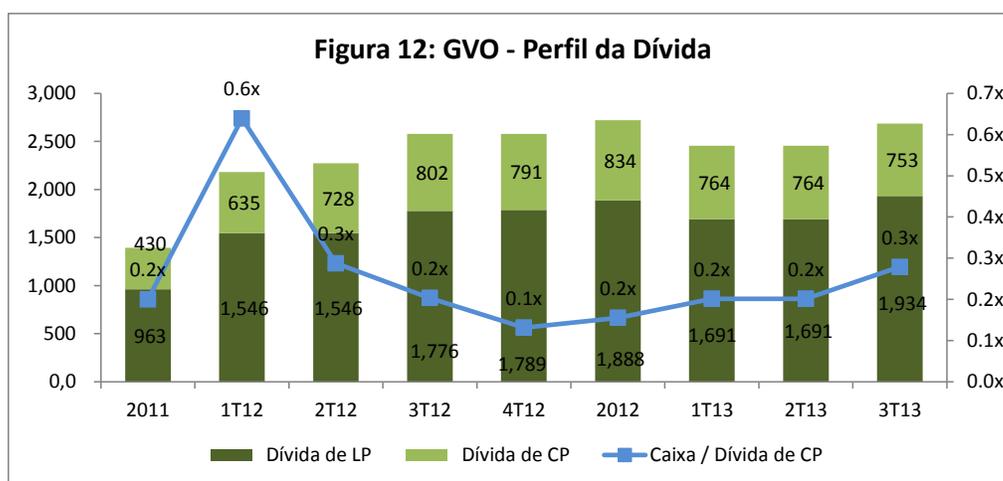
Fonte: GVO / BTG / Bloomberg

Em 2013 e 2014, os anos foram muito semelhantes ao de 2012, a GVO continuava acreditando que os preços da commodities voltariam a crescer e, portanto, vendiam a ideia que a empresa iria se recuperar no futuro, característica do estágio 4. Por essa razão, continuaram a ser bastante agressivos nos investimentos, média de R\$343 milhões nesses dois anos. A Receita Líquida e Ebitda da companhia, até cresceram respectivamente a uma média de 16.5% e 16% YoY, mas a estrutura de capital estava insustentável, com um resultado financeiro negativo em cerca de R\$300 milhões, por causa do aumento nas despesas financeiras devido a dívida bruta exorbitante. Em 2013, a GVO teve um prejuízo de R\$157 milhões e em 2014 de mais R\$10 milhões. No fim do 1T15, após mais um prejuízo de R\$39 milhões, a empresa queimou todo o seu equity restante (gráfico abaixo), encerrando o trimestre com somente R\$13 milhões de patrimônio líquido, enquanto mantinha uma dívida líquida de R\$2.5 bilhões (Dívida Líquida / Patrimônio Líquido de 189.5x). Nesse mesmo trimestre, a GVO não realizou o pagamento do cupom dos seus três bonds, que passaram a ser negociados a taxas bem distressed (a empresa emitiu em junho de 2014, seu terceiro bond em dólares, com um vencimento de 6 anos, cupom de 10.875% e montante de US\$135 milhões).



Fonte: GVO / BTG / Bloomberg

Depois disso, a GVO mudou toda a sua gestão, saindo a família Ruete e entrando o Joamir Alves (ex-superintendente da Bombril e da antiga Companhia Energética Santa Elisa), como o novo Presidente do grupo. Além disso, a GVO contratou a assessoria jurídica e financeira, da Moelis & Company, Santos Neto Advogados e Kirkland & Ellis LLP, com objetivo de ajudar a reestruturar a sua dívida. A empresa está tentando levantar dinheiro como seus credores e possíveis novos investidores para conseguir refinanciar as suas dívidas de curto prazo. No 1T15, a empresa apresentou um total de R\$750 mi de dívidas de curto prazo, e uma posição de caixa de somente R\$210 milhões, como pode ser visto no gráfico abaixo.



Fonte: GVO / BTG / Bloomberg

A companhia está tentando negociar uma conversão da dívida para equity (semelhante ao que aconteceu com a Lupatech), onde a família controladora teria sua participação reduzida para cerca de 15% das ações ou um possível haircut. Outro agravante para a situação da GVO, é o atual momento do setor sucroalcooleiro e pedido de recuperação judicial de outras empresas do setor, como a Aralco, o que dificulta ainda mais a chance da empresa conseguir levantar novas dívidas. Outra solução cogitada pelo management, é tentar entrar na justiça para não cumprir o acordo de exclusividade pela venda das commodities com a Copersucar. Como já receberam a receita adiantada da Copersucar, a ideia é vender os produtos para outros clientes e saldar as dívidas vencendo no curto prazo, e depois renegociar essa dívida, devido a receita antecipada com a Copersucar. A GVO tem pouco tempo para tentar finalizar algum acordo com seus credores ou vai ter que realizar um pedido de recuperação judicial. O gráfico abaixo retirado do bloomberg (21/11/2015), porém, mostra que boa parte dos credores já atribuiu um valor próximo a zero para os bonds, assumindo que a empresa vai dar calote na sua dívida emitida em dólares. O bond emitido em 2011, está sendo negociado a US\$2 e yield de 466%, o bond emitido em 2012, também está a US\$2 e um yield de 376% e o bond emitido em 2014, está sendo negociado a US\$19 e um yield de 72.25%.

Figura 13 – Variação no preço dos bonds emitido em dólares



Fonte: Bloomberg

6. Como os Credores são tratados em casos de insolvência?

Tabela 5: Classificação das Economias Mundiais em termos de Insolvência, Taxa de Recuperação e Tempo para recebimento

EconomyName	Insolvency Rank	Recovery rate (cents on the dollar)	Time (years)
Finland	1	90.1	0.9
Japan	2	92.9	0.6
Germany	3	83.7	1.2
Korea, Rep.	4	83.6	1.5
United States	5	80.4	1.5
Norway	6	92.5	0.9
Puerto Rico (U.S.)	7	70.5	2.5
Portugal	8	73.4	2
Denmark	9	87.8	1
Belgium	10	89.3	0.9
Netherlands	11	88.9	1.1
Slovenia	12	88.2	0.8
United Kingdom	13	88.6	1
Australia	14	82.1	1
Italy	23	63.1	1.8
France	24	77.5	1.9
Spain	25	71.2	1.5
Singapore	27	89.7	0.8
Mexico	28	68.9	1.8
Colombia	30	70	1.7
Russian Federation	51	41.7	2
China	55	36.2	1.7
Chile	58	31	3.2
Brazil	62	22.4	4
Uruguay	64	42.1	1.8
Argentina	95	24.5	2.8

Fonte: Doingbusiness (World Bank Group)

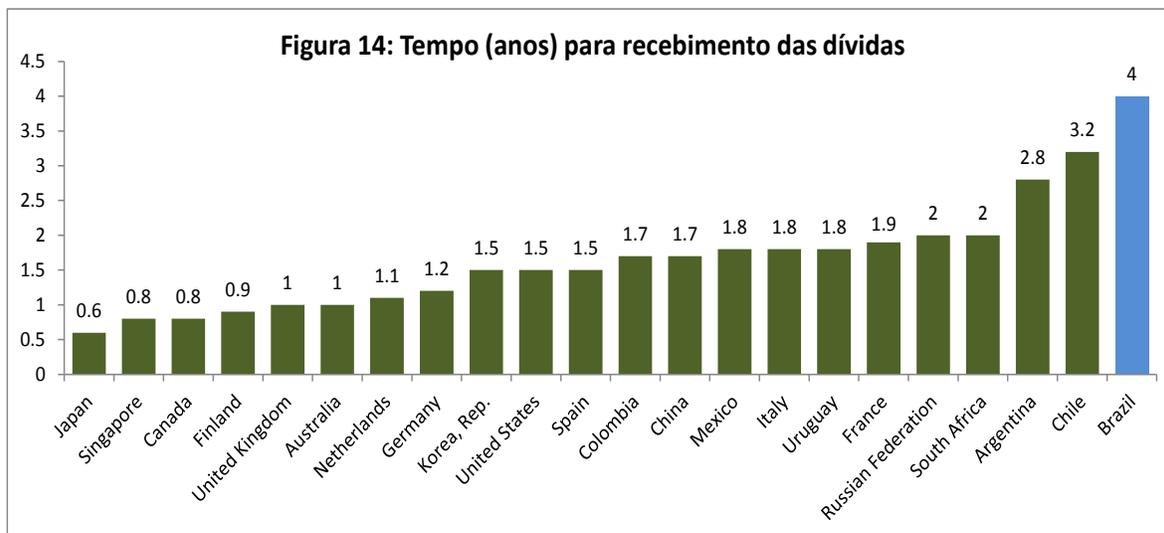
O acompanhamento da deterioração dos indicadores de crédito e dos sintomas apresentados pela empresa durante o processo de declínio corporativo, tornam-se ainda mais importantes

no Brasil, visto que mesmo tendo atualizado a sua lei de recuperação judicial, extrajudicial e falência em 2005, o país ainda não conta com um arcabouço eficiente de recuperação para as empresas que estão enfrentando essa situação delicada. O Brasil encontra-se somente na posição 62, como pode ser visto na tabela acima, no ranking feito pela doingbusiness sobre as resoluções de insolvência, mesmo sendo uma das 10 maiores economias do mundo.

Baseado no estudo da doingbusiness, o tempo médio²⁵ para resolver um processo de reestruturação ou falência é de 4 anos, muito acima de economias menos desenvolvidas que a sua, como a da Argentina, Colômbia e Uruguai. Se compararmos com o Japão, Canadá e Singapura, países com a maior agilidade no recebimento das dívidas, a diferença é muito expressiva, demora cerca de cinco vezes mais no Brasil.

Uma das razões para isso, é que caso o primeiro plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor, não seja aceito pelos credores, os juízes brasileiros não costumam decretar falência da empresa, que nem a lei estabelece. Em vez disso, eles procuram fazer com que o credor e devedor se entendam, para evitar a falência, e assim, acabam dando a chance do devedor apresentar um outro plano. Dessa forma, o devedor geralmente não oferece um plano justo para os credores em um primeiro momento, em vez disso, propõe condições inadequadas, como por exemplo, alongamento da dívida por um prazo de 15 anos, com carência de principal e juros por períodos alongados também. Por outro lado, na lei americana (Chapter 11), o devedor só tem uma chance para apresentar um plano de recuperação para os credores, e caso os credores não aceitem, são eles (credores) que vão apresentar o próximo plano e passar a liderar o processo. Sendo assim, os devedores que entraram em recuperação judicial nos Estados Unidos costumam oferecer um plano justo logo da primeira vez, e o processo é finalizado em um prazo bem menor.

²⁵ Tempo (anos) – é o tempo desde a inadimplência até o recebimento de parte ou do montante total devido.

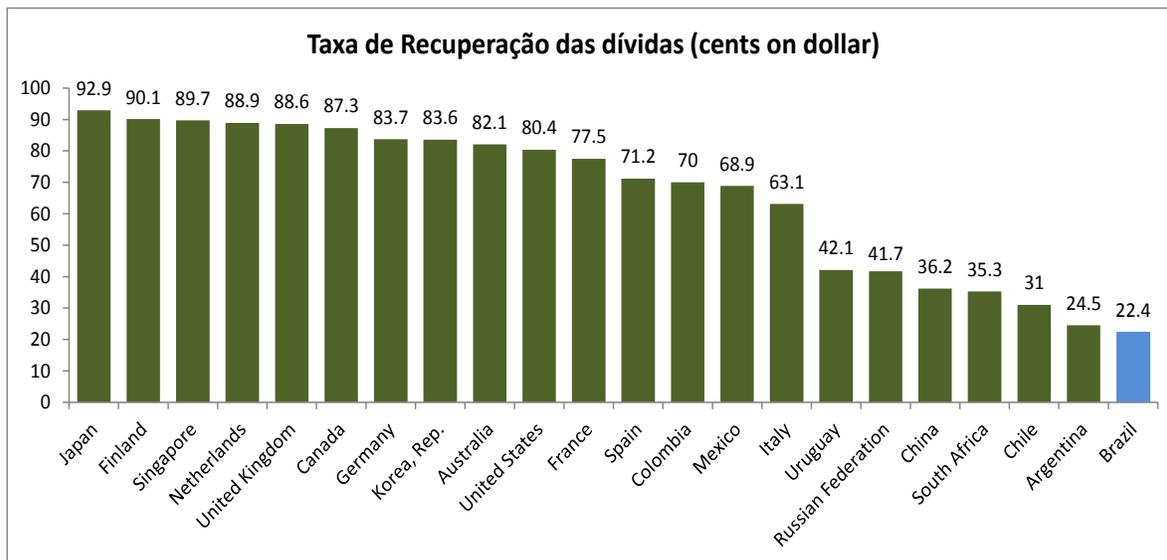


Fonte: Doingbusiness (World Bank Group)

Além de ter um processo de recebimento extremamente demorado, podemos ver no gráfico abaixo que o Brasil também tem a menor taxa de recuperação²⁶ (em cents de dólar), se compararmos com os mesmos países do gráfico acima. Historicamente, os credores só conseguem recuperar 22.4 cents dos montantes que lhes são devidos, ou seja, tem um haircut significativo no montante que haviam emprestado anteriormente. Essa taxa de recuperação chega a 92.9 cents no Japão, 90.1 cents na Finlândia e 89.7 cents na Singapura. Uma das causas dessas taxas de recuperação serem extremamente baixas no Brasil, é que a lei brasileira de recuperação judicial é muito vaga e os juízes brasileiros tem uma cultura de favorecer os trabalhadores e devedores, em detrimento aos credores. Existe uma cultura relativamente forte que associa a função de um banqueiro a de um agiota. A lei diz que “a recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-

²⁶ É registrada como centavos do dólar recuperados pelos credores por meio dos procedimentos de reorganização, liquidação ou execução da dívida (execução da hipoteca ou medidas de administração). O cálculo leva em conta o resultado: se a empresa vai sair dos procedimentos como uma empresa em atividade ou se os ativos serão vendidos separadamente. Os custos dos procedimentos são então deduzidos (1 centavo para cada ponto percentual do valor do patrimônio do devedor). Finalmente, o valor perdido em consequência do tempo em que o dinheiro fica preso nos procedimentos de insolvência é considerado, incluindo a perda de valor devido à depreciação da mobília do hotel. Em conformidade com a prática contábil internacional, a taxa anual de depreciação para mobiliário usada é de 20%. O mobiliário deve ser responsável por um quarto do valor total dos ativos. A taxa de recuperação é o valor atual dos procedimentos restantes, com base nas taxas de empréstimo do final de 2013 do International Financial Statistics (IFS) do Fundo Monetário Internacional, complementado com dados dos bancos centrais e da Economist Intelligence Unit.

financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores, e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica”²⁷. Se fosse um pouco mais direta, no que tange o tratamento aos credores, não teria espaço para interpretação, e assim a taxa de recuperação seria maior. Além disso, as empresas no Brasil costumam acumular muito passivo fiscal e trabalhistas antes de entrar em recuperação judicial e esses dois tipos de crédito são sêniores²⁸ e, portanto, tem preferência na hora do recebimento, prejudicando a taxa de recuperação dos credores. Em países, como os Estados Unidos, é bem mais difícil de acumular passivos fiscais, por exemplo, já que quando isso acontece as multas são bem elevadas e pode até acarretar até no fechamento da empresa.



Fonte: Doingbusiness (World Bank Group)

Outro ponto importante que afeta tanto o tempo de recebimento quanto a taxa de recuperação no Brasil, é que muito dos credores são de alguma forma ligados ao governo (Bancos Estatais, BNDES, Fundações de Empresas Pública e etc.) e tem uma cabeça menos econômica. Por essa razão, as negociações com esses players é mais demorada e mais complicada.

²⁷ Lei de Falências (Lei 11.101), 2005

²⁸ Ordem de recebimento dos credores no Anexo 1

7. Conclusão

Como pode ser visto acima, nos casos da Lupatech, Celpa e GVO, os sintomas apresentados pela empresas durante um processo de declínio corporativo são semelhantes. É fundamental, então, que o management esteja ciente das características de cada estágio específico, a fim de evitar que a sua empresa percorra os cinco estágios de declínio corporativo. É imprescindível também, realizar o acompanhamento dos indicadores financeiros, como Dívida Líquida / Ebitda (alavancagem), Free Cash Flow (para ver se a empresa está gerando caixa), Caixa / Dívidas de Curto Prazo (para ver se o cronograma de vencimentos está muito apertado e se a empresa precisará levantar novas dívidas para realizar o pagamento das suas dívidas vincendas), Dívida Líquida / Patrimônio Líquido (para ver quanto a companhia usou de dívidas para financiar seus ativos), além é claro dos indicadores operacionais, como aumento/queda na receita ou nos custos.

Esse acompanhamento e diagnóstico é ainda mais importante no Brasil, pois como vimos na última parte desse trabalho, a lei 11.101 de recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falências, mesmo sendo baseada no Chapter 11 (lei americana de falência), ainda não fornece um suporte adequado para os credores, visto que o tempo de recebimento dos montantes devidos ainda é muito elevado (4 anos) e a quantia recebida sofre um haircut relevante (taxa de recuperação de 22.4 cents por dólar). Essa dificuldade que os credores enfrentam na recuperação dos seus créditos em situação de stress, é uma das razões para o Brasil ter uma das taxas de spread mais altas do mundo. Se fosse mais fácil e rápido, e com uma menor insegurança jurídica, os credores poderiam demandar um menor spread de risco. E um menor spread de risco traria benefícios enormes para a sociedade em geral.

Como forma de aprimorar ainda mais o estudo acima, poderíamos ter analisado empresas de outros países, para ver se durante os cinco estágios de declínio elas também apresentam sintomas semelhantes. Ademais, um número mais elevados de empresas também seria útil, pois corroboraria ainda mais a tese apresentada.

8. Referências Bibliográficas

- ✓ ANBIMA, “Lupatech Fecha a quarta compra no ano”, <<http://www.debentures.com.br/informacoesaomercado/noticias.asp?mostra=4452>>, Último Acesso em: 12. Nov. 2015
- ✓ ANBIMA, <http://www.debentures.com.br/exploreosnd/consultaadados/emissoesdedebentures/caracteristicas_d.asp?tip_deb=publicas&selecao=LUPA11>, Último Acesso em: 28.Out.2015
- ✓ BLOOMBERG, <<http://www.bloomberg.com>>, Último Acesso em: 29.Nov.2015
- ✓ CELPA <<http://celpa.riweb.com.br/>> Último Acesso em: 10. Nov. 2015
- ✓ COLLINS, JIM, “Como as Gigantes Caem”, Editora Campos, 2010
- ✓ CONFEDERAÇÃO NACIONAL DOS METALÚRGICOS, “Lupatech mantém plano de expansão com aquisições” <<http://www.cnmcut.org.br/conteudo/lupatech-mantem-plano-de-expansao-com-aquisicoes>>, Último Acesso em: 12. Nov. 2015
- ✓ CONSULTÓRIO JURÍDICO, “Em 10 anos, quase 7 mil empresas entraram em recuperação judicial no Brasil”, <<http://www.conjur.com.br/2015-jun-13/empresas-entram-recuperacao-judicial-reabilitam>>, Último Acesso em: 25.Nov.2015
- ✓ C. OPLER, TIM; TITMAN, SHERIDAN, “Financial Distress and Corporate Performance”, The Journal of Finance, 1994
- ✓ ESTADÃO, “Pedidos de recuperação judicial batem recorde”, <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,pedidos-de-recuperacao-judicial-batem-recorde--imp-,17988155>>, Último Acesso em: 02.Out.2015

- ✓ FITCH RATINGS, “Fitch Upgrades and Withdraws Celpa's IDRs; Upgrades National Rating to 'A(bra)' ”, <<https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=962635>>, Último Acesso em: 10. Nov. 2015
- ✓ FUNCHAL, BRUNO, “The Effects of the 2005 Bankruptcy Reform in Brazil” http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/funchal%20-%20the%20effects%20of%20the%202005.PDF>, Elsevier B.V., 2008
- ✓ GVO < http://www.mzweb.com.br/gvo/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28 > Último Acesso em: 10. Nov. 2015
- ✓ H. P. LANG, LARRY; M. STULZ, RENÉ, “Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements”, *Journal of Financial Economics*, 1992
- ✓ I. ALTMAN, EDWARD e HOTCHKISS, EDITH, “Corporate Financial Distress and Bankruptcy“ – *third edition*, New Jersey, EUA, John Wiley & Sons, 2006
- ✓ J DENIS, DAVID; K DENIS, DIANE, “Performance Changes Following Top Management Dismissals”, *The Journal of Finance*, 1995
- ✓ LEI DE FALÊNCIA, “Lei nº 11.101, de 9 de Fevereiro de 2005 – Lei de Falências”. *Brasília: Centro de Documentação e Informação da Câmara do Deputados*, 1997.
- ✓ LUPATECH <<http://lupatech.infoinvest.com.br/>> Último Acesso em: 10. Nov. 2015
- ✓ REVISTA EXAME, “Dona da Rede Energia deu o maior calote da História” <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1044/noticias/nao-pagou-e-se-mandou>>, Último Acesso em: 12. Nov. 2015
- ✓ REVISTA EXAME, “Lupatech: no lugar certo, na hora errada”, <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/989/noticias/no-lugar-certo-na-hora-errada>>, Último Acesso em 28.Out.2015

- ✓ UNIVERSO DOS NEGÓCIOS, “5 Dicas de Sam Walton para atingir o Sucesso”, <<http://www.universodosnegocios.com/negocios/5-dicas-de-sam-walton-para-atingir-o-sucesso>>, Último Acesso em: 02.Out.2015
- ✓ USIMINAS<<http://ri.usiminas.com/>>, Último acesso em: 12.Nov.2015
- ✓ TENYI, THOMAS; VALDIVIA, JOSEFINA; CHERMAUTH, MATHEUS, “Weak 1Q15 results reignite liquidity concerns”, BTG Pactual, 2014
- ✓ TENYI, THOMAS; VALDIVIA, JOSEFINA; CHERMAUTH, MATHEUS; MULLER, ALEXANDRE, “Liquidity relief, but capital structure is still over-leveraged”, BTG Pactual, 2014
- ✓ TENYI, THOMAS; VALDIVIA, JOSEFINA; CHERMAUTH, MATHEUS; MULLER, ALEXANDRE , “Initiating coverage after sweet bond issuance”, BTG Pactual, 2011
- ✓ WALTZ, MARIANA; MATTOS, BARBARA; SANTOS, Thamara, “Brazilian Insolvency and Ratings Implications for Brazilian Non-Financial Corporates” Moodys, 2013
- ✓ WORLD BANK GROUP, “Resolving Insolvency”, <<http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency>> Último Acesso em: 29. Nov. 2015

9. Anexo 1

Classificação dos Créditos dos Credores

Segundo o Art. 83, a ordem estabelecida para o recebimento é:

- 1) Créditos derivados da legislação do trabalho, limitados a 150 salários mínimos por credor (atualmente em R\$788, o que totalizaria um máximo de R\$118 mil por credor) e decorrentes de acidentes de trabalho
- 2) Créditos com garantia real até o limite do valor do bem gravado
- 3) Créditos tributários
- 4) Créditos com privilégios especiais (em favor, por exemplo, de microempreendedores individuais e das microempresas e empresas de pequeno porte)
- 5) Créditos com privilégios gerais
- 6) Créditos Quirografários (sem garantias)
- 7) As multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas
- 8) Créditos Subordinados
- 9) Controladores e demais acionistas

Sobre a ordem de preferência dos credores, é importante notar que:

Os créditos trabalhistas, passaram a ter um teto no recebimento de até 150 salários mínimos, diferentemente da lei anterior, onde não havia nenhum limite estipulado.

Os créditos com garantia real, passaram a ter preferência em relação aos tributários na lei 11.101. Com isso, bancos e instituições financeiras, que geralmente exigem garantias reais ao realizar seus empréstimos (ex: máquinas, imóveis, alienações fiduciárias e hipotecas) receberão antes do fisco, sem nenhuma restrição em termos de valor. Essa medida é bastante interessante, pois estimula o aumento dos empréstimos para empresas em dificuldades e reduz os juros cobrados pelos bancos, em virtude da sua maior prioridade no recebimento.

Por último, segundo o Art. 84, créditos extraconcursais, concedidos ao devedor durante o processo de recuperação judicial, tem preferência sobre todos os créditos mencionados no Art.83. Alguns exemplos de créditos extraconcursais são: remuneração do Administrador Judicial, créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho relativos a serviços prestados após a decretação de falência e custos judiciais.