

Espaço Discente

RECUPERAÇÃO EMPRESARIAL Utilização das demonstrações contábeis pelos profissionais do direito nos casos concretos

ALEXANDRE DEMETRIUS PEREIRA

Demonstrações contábeis e recuperação de empresas em crise. Inovações e críticas à Lei 11.101/2005 no que toca às demonstrações contábeis exigidas: A demonstração de resultados acumulados; A ausência de correção monetária das demonstrações; O relatório de fluxo de caixa; Balanço Patrimonial (BP). Demonstração do resultado do exercício (DRE). Demonstração de mutações no patrimônio líquido e de lucros e prejuízos acumulados (DMPL e DLP). Como analisar as demonstrações?: A análise de índices; Análise vertical e horizontal. Conclusões de análise. Os modelos de predição de falência com base nas demonstrações contábeis e sua aplicabilidade às recuperações empresariais: Cálculos utilizando os modelos. À guisa de conclusão: a aplicabilidade das análises e modelos pelos operadores do direito, notadamente pelo Poder Judiciário. Lista de referências.

O presente trabalho busca analisar a aplicação prática dos dados constantes das demonstrações contábeis apresentadas pelas empresas em recuperação, verificando a viabilidade de seu uso pelos operadores jurídicos (juízes, advogados, promotores de justiça, etc.) na realização de prognósticos quanto à superveniência de uma situação de falência.

Demonstrações contábeis e recuperação de empresas em crise

Nas antigas concordatas e nas atuais recuperações (judiciais ou extrajudiciais) a escrituração tem papel ainda de maior relevância do que aquele presente nas falências. Isso porque, ao contrário do que ocorre quando se possui uma situação falimentar previamente definida, é necessário que se visualize com grande precisão a

probabilidade de reerguimento da empresa. Para tanto, a escrituração empresarial fornece aos credores, ao Poder Judiciário e aos membros do Ministério Público, informações preciosas para a determinação da viabilidade econômica da empresa.

Nas recuperações judiciais e extrajudiciais sem o consenso da totalidade dos credores (em que a homologação tornará o conteúdo do plano impositivo ou obrigatório aos credores dissidentes),¹ faz-se necessário a apresentação dos seguintes

1. Não será necessária a apresentação das demonstrações no caso de recuperação extrajudicial consensual, também denominada de “não obrigatória” (art. 162 da Lei 11.101/2005), uma vez que, estando os credores signatários previamente de acordo com o plano de recuperação e inexistindo impugnações, não haveria razão para a juntada aos autos desses relatórios contábeis.

documentos contábeis, nos termos Lei 11.101/2005, art. 51 e 163, § 6º, II:²

• *As demonstrações contábeis relativas aos 3 (três) últimos exercícios sociais e as levantadas especialmente para instruir o pedido, confeccionadas com estrita observância da legislação societária aplicável e compostas obrigatoriamente de:*

- *Balço patrimonial;*
- *Demonstração de resultados acumulados;*
- *Demonstração do resultado desde o último exercício social;*
- *Relatório gerencial de fluxo de caixa e de sua projeção.*

Devemos aqui verificar que a legislação atual ampliou ainda mais os requisitos referentes às demonstrações contábeis, exigindo os relatórios referentes a três exercícios, além daqueles confeccionados imediatamente antes do pedido, ao contrário da norma revogada que fazia referência tão-somente ao último exercício.³

O motivo das demonstrações abrangerem mais de um exercício destina-se a possibilitar aos credores e aos demais destinatários da informação contábil acompanhar a evolução da atividade econômica do devedor no tempo, viabilizando a elaboração de comparações,⁴ tendências e

maior previsibilidade dos respectivos resultados futuros.⁵

Cabe-nos aqui lançar algumas breves explicações sobre as demonstrações contábeis exigidas pela legislação referente à recuperação, bem como verificar sobre a possibilidade de serem os dados ali inerentes utilizados, com razoável dose de certeza, para predizer uma eventual falência.

Nesse sentido, algumas questões se põem e serão a seguir formuladas para debate e conclusão final:

1) *Quais são as possíveis críticas e inovações no tocante às demonstrações contábeis exigidas pela Lei 11.101/2005?*

2) *Quais são e como devem ser apresentadas as demonstrações?*

3) *Que informações as demonstrações contábeis exigidas pela Lei 11.101/2005 apresentam e como é possível analisá-las?*

4) *Há como o juiz retirar alguma informação dos demonstrativos contábeis*

comparação dos três últimos exercícios findos com as demonstrações levantadas especialmente para instruir o pedido de recuperação pode não ser apropriada, pois poder-se-ia comparar valores referentes a períodos de tempo distintos (p.ex., lucro líquido do período anual do último exercício com o lucro apurado até o segundo mês do exercício atual), o que poderá levar a interpretações equivocadas, principalmente em atividades sazonais ou parcialmente descontinuadas.

5. Justamente por possuírem as demonstrações contábeis a característica de predição dos resultados futuros, as normas internacionais de contabilidade (IFRS) exigem que a companhia indique em sua Demonstração de Resultado de Exercício se algum setor ou atividade relevante foi paralisado (descontinuado), apresentando seu resultado separadamente. Isso porque, a apresentação conjunta de resultados de operações descontinuadas pode induzir o usuário da demonstração que referida atividade permanecerá em continuidade nos exercícios seguintes, gerando, pois, expectativas de receitas (que, na verdade, já se encerraram). Isso não consta na Lei 6.404/1976, muito embora esteja presente no Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP 1/2005. Também pelo mesmo motivo, as normas internacionais determinam a separação da demonstração por segmentos.

2. As demonstrações das microempresas e empresas de pequeno porte, nos termos do art. 51, § 2º, da Lei 11.101/2005, serão as exigidas pela sua legislação de regência.

3. V. Decreto-lei 7.661/1945, art. 159, § 1º. Utilizando-se de três colunas de valores em cada demonstrativo, cada qual referente a um exercício, é possível, em um único documento, apresentar os relatórios nos termos exigidos pela Lei 11.101/2005. Essa forma melhora, inclusive, a visualização dos números, além de proporcionar imediata comparabilidade. Por questões de espaço físico e dimensionamento, traremos no presente texto exemplos com, no máximo, duas colunas.

4. É importante um pequeno detalhe na questão da comparabilidade dos valores de exercícios apresentados. Primeiramente, por não haver correção monetária, como veremos mais adiante, poderá haver sérias distorções na informação contábil, uma vez que se comparará, em regra, valores em moeda de diferente poder aquisitivo. Ao depois, a

apresentados com o pedido de recuperação que lhe aponte a viabilidade econômica ou o risco de determinado empresário vir posteriormente a falir? Em caso positivo, poderá o juiz negar o processamento da recuperação judicial, considerando, com base nas demonstrações contábeis, que a atividade empresarial que ali se apresenta é inviável?

Inovações e críticas à Lei 11.101/2005 no que toca às demonstrações contábeis exigidas

A demonstração de resultados acumulados

Ao invés de exigir, como fazia o Decreto-lei 7.661/2005, a **demonstração de lucros e prejuízos acumulados (DLPA)**, a Lei 11.101/2005 exigiu a apresentação de **demonstração de resultados acumulados**, a qual não é prevista na legislação societária.

Veja-se que a DLPA simplesmente visa a demonstrar as causas e origens de uma conta do balanço patrimonial, qual seja a de *lucros e prejuízos acumulados* no período de um exercício. Assim, buscar-se-á demonstrar se o lucro ou prejuízo teve origem na atividade operacional, se houve capitalização de lucros e reservas, se houve distribuição, etc. Parte-se dos valores da conta *lucros e prejuízos acumulados* de um exercício, somando-lhe e subtraindo-lhe valores concernentes às respectivas origens e aplicações para chegar aos valores desta mesma conta no exercício seguinte.

No entanto, usualmente não se acumulam valores em contas de resultado. A receita operacional bruta e as despesas operacionais, por exemplo, servem precipuamente para justificar o lucro do respectivo exercício, sendo finalizadas ao final de cada período. Aliás, não há qualquer razão para a apresentação de contas de resultado acumuladas (somadas), englobando vários exercícios, pois o que in-

teressa ao usuário da informação contábil é justamente verificar a evolução de tais contas conforme o tempo.

Diante disso, a exigência gerou algumas perplexidades na doutrina. Alguns entendem que a determinação da legislação não passou de um equívoco do legislador, devendo ser apresentada a **demonstração de lucros e prejuízos acumulados (DLPA)** e não a **demonstração de resultados acumulados**, ou mesmo que quaisquer das duas estejam prejudicadas, dada a falta de clareza do legislador.

O equívoco é apontado por Isidoro Fabbrini, em artigo sobre o tema:⁶ “Apenas como ressalva, vale observar uma incorreção na alínea ‘b’ deste inciso II, como também no art. 105 – I – b – onde consta: ‘demonstração de resultados acumulados’. Não existe demonstração contábil com essa denominação. Ou o legislador pretende se referir à ‘demonstração do resultado do exercício’ (...) ou à ‘demonstração de lucros ou prejuízos acumulados’, que a meu ver não faria sentido nesse contexto. De qualquer forma, fica prejudicada a exigência da alínea ‘b’ do inciso II do art. 51”.

A Professora Raquel Sztajn (2005: 251), com a pertinência que lhe é peculiar, também leciona sobre o assunto:⁷ “Mas o legislador se refere a demonstrativo de resultados acumulados. Que tipo de peça contábil é essa? Aquela em que os resultados dos três períodos anuais são somados, tal como se dá com o balanço? Ou aquela em que são apresentados lado a lado para fins de confronto? Se o que se tinha em mente era somar resultados anuais, o risco é que se computem duplamente aqueles transferidos para o balanço de encerramento do exercício que, por força do processo contábil, estão, em alguma

6. Isidoro Fabbrini, “Inovações contábeis na Lei de Falências – II”, *Gazeta Mercantil*, 2005.

7. Lição inserida na obra: *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, coords. Francisco Satiro de Souza Júnior e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo.

medida, refletidos no balanço inicial do ano seguinte. Se o que se pretende é que os resultados sejam apresentados lado a lado, a peça não tem utilidade, porque pode ser obtida pela só justaposição dos demonstrativos anuais”.

Realmente, a referência do legislador causa sérias dúvidas. Isso porque as contas de resultado acumulam valores durante algum período de tempo (normalmente um exercício), superado o qual seus valores são transferidos para uma conta única (apuração do resultado do exercício). O saldo desta última conta, por sua vez, é ordinariamente transferido para a conta de lucros e prejuízos acumulados, tornando “zerados” todos os saldos das contas de resultado.

No entanto, na tentativa de salvar o texto legal, podemos ressaltar que o demonstrativo de resultados acumulados não é um desconhecido da ciência contábil, havendo autores que o tratam como mero somatório dos valores finais das contas de resultados apresentadas na demonstração de resultado do exercício (DRE).⁸ Destinar-se-ia, justamente, à hipótese aventada pela Professora Rachel Sztajn, qual seja, à soma dos períodos dos exercícios em análise, mesmo que seja de utilidade muito duvidosa em termos de informação contábil ao usuário.

A ausência de correção monetária das demonstrações

Um dos maiores problemas em termos de demonstrações contábeis, presente em nosso ordenamento a partir da vigência da Lei 9.249/1995, é a ausência de correção monetária nas demonstrações contábeis.

Com efeito, isso distorce a os valores das demonstrações respectivas, apresentando ao usuário informação contábil vie-

sada e muitas vezes não correspondente à realidade. Sem preocupação com a rigidez dos critérios contábeis relativos às operações em moeda constante, tentaremos demonstrar a seguir como essa distorção ocorre, *grosso modo*.

Imaginemos que nos últimos três exercícios contábeis anteriores ao pedido de recuperação, o lucro líquido apresentado por uma sociedade empresária seja respectivamente de R\$ 100.000,00; R\$ 102.000,00 e R\$ 110.000,00. Ora, a impressão que o credor desavisado poderá ter é que a sociedade devedora apresenta tendência de aumento de lucro, podendo existir algum problema eventual de liquidez temporária para que esta venha a solicitar sua recuperação.

No entanto, se inserirmos no curso do segundo exercício acima mencionado uma inflação de 5%, e de 10% no curso do terceiro exercício, veremos, numa análise sumária e perfunctória, que a empresa pode estar apresentando justamente uma tendência de prejuízo.

De fato, para compararmos, *grosso modo*, os valores acima mencionados, deveríamos verificar que tivemos uma inflação acumulada, entre o primeiro exercício e o terceiro, de 15,5% (contando 5% mais 10% de inflação, usando critério de acumulação composto).⁹ Assim, os R\$ 110.000,00 do último exercício deveriam ser comparados com R\$ 115.500,00 ($100.000 \times 1,155$) do primeiro exercício e com R\$ 112.200,00 do segundo exercício ($102.000 \times 1,1$).

Logo, considerando a inflação, *grosso modo*, tivemos resultados decrescentes nos exercícios subsequentes, respectivamente de R\$ 115.500,00; R\$ 112.200,00 e R\$ 110.000,00.

8. A utilização desse relatório pode ser vista na obra da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, *Aprendendo Contabilidade em Moeda Constante*.

9. Acompanhe o leitor a conta, lembrando que um acréscimo de 10% é obtido multiplicando o valor original por 1,1 e o acréscimo de 5% é obtido multiplicando o valor original por 1,05. Assim, temos: $1,1 \times 1,05 = 1,155$ - $1 = 0,155 \times 100 = 15,5\%$.

Seria desejável, portanto, que para os efeitos de apresentação em recuperação empresarial, os demonstrativos contábeis fossem elaborados com observância da correção monetária integral, nos moldes anteriormente mencionados pela Instrução 191 da CVM.

Do mesmo modo, a ausência de correção monetária prejudica a apresentação de resultados acumulados, nos termos sugeridos anteriormente, uma vez que os valores inseridos nas contas de resultado dos diversos exercícios estão em moedas de datas diferentes e, obviamente, não possuem o mesmo poder aquisitivo. Isso resulta no fato de que sua soma pode gerar sérias distorções de interpretação, pois as quantias expressas monetariamente têm diferentes valores no tempo.

O relatório de fluxo de caixa

Outra inovação da legislação atual é a exigência da apresentação de um relatório de fluxo de caixa, abrangendo no mínimo os três exercícios antecedentes ao pedido de recuperação, devendo haver ainda a respectiva *projeção* de caixa futuro.

Primeiramente, não se deve confundir o relatório gerencial de fluxo de caixa exigido pela Lei 11.101/2005 com a demonstração de fluxo de caixa (DFC) exigida pela Lei 6.404/1976, com as modificações inseridas pela Lei 11.638/2007.

Isso porque a DFC tem apenas o propósito de demonstrar as *causas* da variação do caixa de um exercício para outro, *voltando-se para o passado*. Parte de saldos de caixa já conhecidos, buscando explicar apenas quais foram os motivos de sua variação. Exemplificativamente, se num exercício inicial tivemos um saldo de caixa de R\$ 100.000,00 e no subsequente tenha referido saldo apresentado o valor de R\$ 200.000,00, a DFC buscará explicitar ao usuário da informação contábil de onde provieram os recursos que aumentaram o valor do caixa, ou seja, se foram provenientes da atividade (p.ex., lucro

operacional, receitas financeiras, receitas não operacionais, etc.), de financiamentos (p.ex., aumentos de capital, tomada de empréstimos, etc.) ou de investimentos (p.ex., aplicação de recursos em imobilizado, etc.).

Já o relatório gerencial tem intuito diverso. Busca demonstrar ao gestor a situação de caixa do ente empresarial em determinado momento do tempo, bem como fazer *previsões futuras* de fluxo de caixa.

A avaliação do caixa é de suma importância na gestão empresarial, tendo, muitas vezes, valor informativo até mesmo superior à avaliação da lucratividade. Isso por vários motivos, dentre os quais podemos citar: 1) o caixa da empresa não está afetado por valores contábeis que podem distorcer o montante do lucro (p.ex., depreciações, receitas a prazo, ganhos de equivalência patrimonial ainda não realizados, etc.); 2) o caixa reflete imediatamente a capacidade de a empresa honrar seus pagamentos, sendo melhor sinal de sua liquidez imediata; 3) a avaliação dos montantes inseridos em contas de caixa ou disponibilidades é de maior objetividade e não sujeitas a critérios contábeis subjetivos.

Sobre a questão, Alexandre Povia, em excelente obra sobre avaliação de empreendimentos e precificação de ações (2004:114), ressalta que:¹⁰ “A primeira pergunta lógica que vem à cabeça de qualquer um é acerca do porquê da projeção de fluxo de caixa de uma empresa. Por que não utilizarmos os lucros diretamente? Normalmente, o cidadão comum associa imediatamente o lucro ao sucesso ou fracasso de uma companhia. Se a empresa ‘deu prejuízo’ normalmente é sinal de fracasso. Conforme já observamos, a contabilidade é recheada de regras que acabam, muitas vezes, distorcendo a verdadeira realidade de uma empresa. Não estamos nem considerando fatos excepcionais como as fraudes contábeis que eclodiram em 2002

10. Alexandre Povia, *Valuation. Como Precificar Ações*.

e 2003 em grandes empresas mundiais, como a WorldCom, Enron, Vivendi e Parmalat. Neste caso, os executivos destas empresas esconderam passivos e inflaram propositadamente ativos. Estamos alertando para o fato de que princípios contábeis mundialmente aceitos podem não ajudar a refletir o que foi realmente o desempenho de uma empresa em determinado período (...). Portanto, o que mais importa no processo de precificação é mensurar a capacidade de geração de caixa de uma empresa. O que a empresa vai fazer com o caixa gerado é uma questão mais subjetiva, que dependerá de boa ou má administração”.

Mas a principal questão envolvendo a elaboração do relatório de fluxo de caixa é a avaliação do valor de mercado do ente empresarial. Com efeito, a metodologia mais aceita sob o ponto de vista da ciência das finanças para avaliação de empresas é o denominado *fluxo de caixa descontado* (*discounted cash flow – DCF*).

Referida metodologia consiste na projeção do fluxo de caixa futuro do empreendimento, trazendo-o a valor presente através do desconto operacionalizado por uma taxa respectiva, usualmente correspondente ao custo médio ponderado de capital – CMPC ou WACC (*weighted average cost of capital*), que considera, conforme a proporção das fontes de financiamento, o custo do capital próprio¹¹ e o custo do capital de terceiros.

11. Pode parecer estranho falar que o capital próprio, identificado como aquele que o próprio sócio investe na sociedade, através do aporte de recursos em seu capital, tenha custo. No entanto, como já sustentamos na obra *Curso de Direito Comercial*, em co-autoria com o Prof. Haroldo Verçosa, um ente empresarial “pode se financiar, *grossa modo*, por dois tipos de fontes: (i) capital de terceiros; (ii) capital próprio. No primeiro caso temos a constituição de um passivo (obrigações a pagar a credores), pelo qual a companhia se obrigará, usualmente, ao pagamento de juros. No segundo o financiamento se dará basicamente pelo aporte de recursos dos acionistas (capital), ou mesmo pelos recursos obtidos do exercício da atividade econômica (lucros). Resta medianamente claro que, ao se financiar mediante

Expressando de forma simplificada, gráfica e matematicamente, a metodologia supracitada, teríamos o seguinte:

o uso de capital de terceiros, a companhia terá um custo sobre tal financiamento, consistente nos juros que terá de pagar pelos recursos disponibilizados pelos credores, uma vez que estes exigirão esta contraprestação por permanecerem, durante o tempo do empréstimo, privados do uso de seus recursos. Em relação ao capital próprio, entretanto, resta mais difícil verificar a existência de um custo, pois normalmente costumamos pensar que o acionista somente deseja auferir parcela dos lucros sociais (se e quando estes existirem), bem como eventuais ganhos de capital pela valorização das ações adquiridas. Ocorre que, analisando sobre o ponto de vista financeiro, o capital próprio demanda efetivamente um custo da companhia, que, aliás, tende a ser maior que o custo de capital de terceiros. Vejamos mais atentamente. Quando um credor faz empréstimo a uma companhia (pressupondo condições de solvência), terá garantido o pagamento de sua remuneração (juros), preferencialmente ao pagamento de qualquer remuneração aos acionistas. Já, o acionista, ao investir seus recursos na companhia, somente receberá algum retorno pelo seu aporte se e quando a sociedade apresentar resultados positivos (lucro), depois de pagas todas as dívidas e despesas. O credor, ao emprestar para a companhia, normalmente pode antever com razoável grau de segurança qual será sua remuneração (juros), seja ela pactuada em termos fixos ou percentuais em relação ao empréstimo. O acionista, ao contrário, não pode prever com segurança qual será o montante que obterá de retorno ao aplicar recursos em uma companhia. Sua remuneração poderá ser maior ou menor, dependendo de várias circunstâncias e eventos. Ao pagar juros ao credor, a companhia poderá normalmente deduzi-los (como despesas que são) do lucro líquido que servirá de base de cálculo para o imposto sobre a renda. Sendo menor o lucro líquido, a companhia terá um benefício fiscal, pagando menor imposto. No pagamento de dividendos ao acionista, porém, não há incidência de imposto sobre a renda, por força de isenção legal, razão pela qual a companhia não auferirá qualquer benefício fiscal. Após essas explanações, podemos indagar: quem exigirá maior remuneração pelo seu investimento: o credor ou o acionista? Em outras palavras, qual será usualmente mais caro à companhia, o financiamento por recursos de terceiros ou por recursos próprios? (...) A esta altura, podemos afirmar claramente que o capital próprio tende a ser mais caro para a companhia, pois o acionista se vê em condições de maior risco, e, portanto, incrementa sua expectativa (e consequente exigência) de retorno em seu investimento. Além

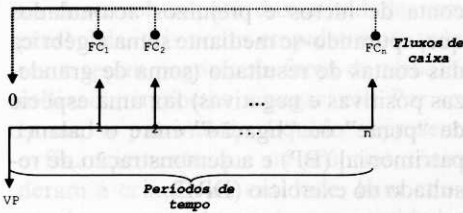


Figura 1: Expressão gráfica simplificada da conversão dos valores de fluxo de caixa futuros (FC) a valor presente (VP). Convertem-se os montantes de fluxo de caixa dos diversos momentos (1, 2, ... n) ao momento atual (0), para apuração do valor do ente empresarial.

$$VP = \frac{FC_1}{(1+i)^1} + \frac{FC_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FC_n}{(1+i)^n}$$

Figura 2: Expressão matemática da conversão dos valores de fluxo de caixa futuros (FC) a valor presente (VP), considerando uma taxa de desconto (i) e o tempo de cada fluxo de caixa (1, 2, ... n).

O fluxo de caixa descontado, como se mencionou anteriormente, é a metodologia mais aceita para a avaliação de empresas (*valuation*). Nesse sentido, a lição sempre abalizada de Alexandre Assaf Neto:¹² “Na avaliação econômica de investimentos, o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico (...). Em verdade, uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital”.

Embora não haja uniformidade na doutrina de ciência das finanças, usualmente se costuma separar os valores de fluxo de caixa conforme a fase do em-

disso, pagar juros ao credor é normalmente mais barato à sociedade anônima (dado o benefício fiscal de dedução de imposto de renda) que pagar dividendos ao acionista”.

12. Alexandre Assaf Neto, *Finanças Corporativas e Valor*.

preendimento, da seguinte forma: 1) *fase de surgimento ou iniciação*:¹³ fluxos de caixa crescentes, despesas de instalação, crescimento e funcionamento maiores, com menor distribuição de lucro diante da necessidade de reinvestimento; 2) *fase de estabilização*: em que o empreendimento encontra uma redução de fluxo de caixa e estabilização das despesas, aumentando a distribuição de lucro para os sócios; 3) *perpetuidade*: de duração indeterminada, que se segue à fase de estabilização e que normalmente é acompanhada de uma tendência de que a remuneração do investimento se iguale ao custo de capital investido.

Para os credores, advogados, magistrados e membros do Ministério Público que têm contato com o processo de recuperação empresarial, o relatório de fluxo de caixa e sua projeção tem imensa importância ao permitir, se elaborado com rigor metodológico e com base na realidade, que se estabeleça o valor de mercado do ente empresarial, com vista a estabelecer preço justo em futura aquisição por terceiros ou verificação da viabilidade econômica do devedor.

Algumas falhas na legislação ainda subsistem, dentre as quais podemos citar: 1) a lei não menciona a metodologia a ser estabelecida no relatório de fluxo de caixa, nem quais rubricas devem ser incluídas; 2) igualmente, não há determinação de que, além do fluxo de caixa, apresente também o devedor estudo de valoração de seu empreendimento (*valuation*) que muito útil poderia ser aos credores e operadores jurídicos; 3) não há também estabelecido o período de projeção mínima de fluxo de caixa exigido em lei, o que pode dar ao devedor liberdade em apresentar período reduzido de projeção, que pouco ou nada

13. Obviamente, para um devedor em recuperação, não haverá surgimento ou início de uma nova atividade, pois o empreendimento já existia. Tal fase poderia ser substituída com sucesso por outra, em que o devedor se encontrasse no período de soerguimento de seu negócio.

informe aos credores e demais usuários desta informação gerencial.

Vistas estas inovações e críticas dos dispositivos da Lei 11.101/2005, passaremos à análise das demonstrações exigidas neste diploma legislativo.

Balanço Patrimonial (BP)

Do balanço patrimonial importa saber inicialmente sua definição e natureza jurídica.

De acordo com a Norma Brasileira de Contabilidade NBC-T3, balanço patrimonial é a demonstração contábil destinada a evidenciar, qualitativa e quantitativamente, numa determinada data, o patrimônio e o patrimônio líquido da entidade.

Deve-se ter em conta, porém, segundo a magistral lição do Professor Fábio Konder Comparato (1978:29), que “O balanço é um ato jurídico e não simples ato material. De balanço, a rigor, só se pode falar depois que o titular do patrimônio balanceado – pessoa física ou jurídica – o aprova, obedecidas as formalidades legais. Antes disso, o que há é um projeto ou uma minuta de balanço, sem valor contábil ou existência jurídica. Em se tratando de sociedade anônima, balanço haverá tão-só depois que a assembléia geral de acionistas – regularmente convocada e instalada – delibera sua aprovação. Trata-se, aliás, no Direito brasileiro, de um dos atos de competência privativa daquele órgão societário”.¹⁴

Ocupa-se o balanço de trazer em seu bojo a situação patrimonial do empresário individual ou coletivo: reflete o saldo dos lançamentos efetuados em suas contas de ativo, passivo e patrimônio líquido, este último definido pela diferença dos dois primeiros. Além das contas patrimoniais, o balanço traz, no patrimônio líquido, a

conta de lucros e prejuízos acumulados que, apurando-se mediante soma algébrica das contas de resultado (soma de grandezas positivas e negativas) faz uma espécie de “ponte” ou “ligação” entre o balanço patrimonial (BP) e a demonstração de resultado do exercício (DRE).

Tradicionalmente, o balanço é definido graficamente através da inserção das contas representativas do ativo à esquerda do relatório, incluindo aquelas representativas do passivo na parte superior direita e as de patrimônio líquido na parte interior direita, na forma ilustrada a seguir.

ATIVO (A)	PASSIVO (P)
	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)

A designação ilustrada acima tem a vantagem de permitir a visualização gráfica do patrimônio líquido, pela diferença ou subtração entre a representação do ativo e do passivo. Não se trata, porém, de forma obrigatória, sendo comuns as publicações que trazem tais agrupamentos em forma vertical, ou mesmo aquelas que unificam passivo e patrimônio líquido.

Como já se ressaltou neste trabalho, o ativo traduz as contas referentes aos bens e direitos da entidade, o passivo retrata as obrigações respectivas e o patrimônio líquido, as quantias de aporte pelos sócios, os lucros empresariais e as reservas legais ou voluntárias.

Outra forma de se visualizar a mesma realidade, consiste em entender o lado direito do balanço, formado pelo passivo e o patrimônio líquido, como *origens de recursos*, e o lado esquerdo do balanço, representado pelo ativo, como *aplicações de recursos*.

De fato, nessa perspectiva, o passivo representa as origens de recursos representadas pelo financiamento de terceiros

14. Fábio Konder Comparato, *Natureza Jurídica do Balanço. Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, p. 29.

ao desenvolvimento das atividades empresariais, tais como empréstimos, valores a serem pagos pela força de trabalho utilizada, impostos a pagar, etc. Por seu turno, o patrimônio líquido representa o financiamento que os próprios sócios deram à criação da entidade, bem como aquilo que esta obteve de suas atividades. A aplicação dos recursos obtidos de fontes externas (passivos) ou internas (patrimônio líquido) é representada pelo ativo, que consubstancia os bens e direitos em que a entidade empregou os recursos obtidos, destinados à manutenção de seus fins.

Além do saldo dos lançamentos em cada rubrica, o balanço traz em si uma organização interna, consistente na classificação das contas em determinados subgrupos.

Tradicionalmente, nos termos definidos pela Lei 6.404/1976, as contas de ativo são classificadas em *grau decrescente de liquidez*, iniciando pelos recursos mais líquidos, representados imediatamente por moeda (contas caixa, aplicações financeiras, etc.) até aqueles menos líquidos (normalmente constantes do ativo imobilizado). Três grandes grupos de contas de ativo são utilizados no balanço, com algumas subdivisões internas, como já salientamos anteriormente: 1) ativo circulante; 2) ativo realizável a longo prazo; 3) ativo permanente.

Já o passivo, conforme a legislação supracitada, é classificado em *grau decrescente de exigibilidade*, iniciando-se pelas rubricas exigíveis em menor espaço de tempo até aquelas exigidas em maior prazo, classificando-se em dois grandes subgrupos: 1) passivo circulante; 2) passivo exigível a longo prazo.¹⁵

15. Esse critério não é unânime no Direito Comparado. O Código Civil italiano, p.ex., classifica o ativo iniciando com os créditos dos sócios e o imobilizado (*immobilizzazioni*), terminando com as disponibilidades líquidas (*disponibilità liquide*) no ativo circulante.

Não se deve confundir balanço com balancete. Na verdade, o balancete consiste em um relatório prévio e antecipatório do balanço, que consiste em arrolar todas as contas utilizadas para efetivar os lançamentos, verificando a correspondência entre os valores lançados a débito e a crédito.

A função principal do balancete é realizar uma prévia verificação dos lançamentos efetuados, antes do levantamento do balanço, para evitar eventuais erros. Hoje, entretanto, com o advento dos mecanismos informatizados, sua função histórica perdeu muito em importância.

É preciso que o operador jurídico saiba que nem sempre a exatidão formal dos números apresentados no balanço detém um rigor tão preciso. Há várias limitações de tal relatório, oriundas principalmente das restrições conceituais da própria ciência da contabilidade.

Como pondera o Professor Fábio Konder Comparato (1978:31), "Vulgarmente, com efeito, o balanço é concebido como mera reprodução da realidade econômica da empresa, ou como espelho de uma situação patrimonial, no dizer de um autor (Francisco Messineo, *Studi di Diritto delle Società*, Milão, 1958, p.g 132). A não ser na hipótese de lançamentos falsos ou errôneos, o leigo não entende como se possa retocar essa fotografia do patrimônio. Tal concepção, no entanto, é totalmente imprópria. O balanço, como de resto toda a contabilidade, não pode jamais ser um simples reflexo de fatos econômicos, porque se trata de uma interpretação simbólica e, portanto, convencional da realidade. Os fatos econômicos não passam para os livros contábeis no estado bruto, mas são trazidos, simbolicamente, em conceitos e valores; ou seja, não previamente estimados e valorados, segundo um critério determinado e em função de uma finalidade específica. A exatidão matemática dos balanços, que o vulgo contempla admiravelmente, é mera coerência interna e

recíproca de lançamentos em partidas dobradas, simples exatidão formal. Mas entre a realidade econômica e sua tradução contábil, interfere, necessariamente, um juízo de valor, uma estimativa axiológica, cuja imprecisão e contestabilidade jamais poderão ser suprimidas, porque inerentes ao próprio processo de conhecimento. A verdade contábil é, pois, simplesmente relativa. O lucro de balanço, por exemplo, é uma realidade meramente contábil e abstrata. A ocorrência de lucros de exploração e seu exato montante, a rigor, só podem ser verificados, realmente, quando a empresa se extingue e se apura o resultado final. *'Profits can never be determined with certainty until a business adventure has been completely liquidated except in the case where the returns have at least exceeded the capital originally invested'* (H. R. Hartfield, *Accounting. Its principles and problems*, Nova York, 1927, p. 254)".

Demonstração do resultado do exercício (DRE)

A Demonstração de Resultados do Exercício (DRE) visa a demonstrar aos usuários da escrituração empresarial como se saiu, ao final de determinado período, a entidade em observação, em relação a suas contas de resultado além de fornecer ao usuário uma tendência para os resultados futuros do empreendimento.

As contas de resultado refletem as receitas e despesas empresariais. Tal conceito, que ao leigo pode significar meramente a entrada e saída de dinheiro do caixa, depende de um exame mais aprofundado.

Isso porque, entende-se como princípio geral da contabilidade o princípio da competência. Nos termos do que este enuncia, as receitas e despesas devem ser reconhecidas quando da ocorrência do fato gerador respectivo, e não quando de seu pagamento ou recebimento em dinheiro. Assim, em uma venda a prazo, para

recebimento, e.g., depois de três meses da contratação, a entidade deverá reconhecer, desde a formalização do contrato, a receita respectiva. Do mesmo modo, após ter se utilizado da força de trabalho de um empregado durante um mês, deverá provisionar em seu passivo os montantes de encargos devidos (férias, décimo terceiro salário, etc.), com o reconhecimento da despesa respectiva, e não deixar para fazê-lo somente quando no pagamento de referidas verbas.

Assim, as receitas (operacionais) são tidas como contrapartidas da atividade de vendas ou prestação de serviços a terceiros, haja ou não recebimento à vista. Do mesmo modo, as despesas são frutos da utilização ou consumo de bens ou serviços, haja ou não o pagamento imediato.

É possível, assim, com a utilização do princípio da competência, a existência de lucro contábil sem qualquer aumento do valor de dinheiro em caixa, bem como a existência de prejuízo contábil com dinheiro em caixa.

A utilização do princípio da competência é de uso obrigatório pelas sociedades anônimas (art. 177 da Lei 6.404/1976), não havendo tal obrigatoriedade para as sociedades limitadas e outros tipos societários. Estas, respeitando-se algumas restrições no caso de escrituração fiscal,¹⁶

16. As normas tributárias contêm alguns princípios inerentes à escrituração fiscal, os quais possibilitam, em determinados casos, a adoção do regime de caixa, ao invés do da competência. Não é o caso de aprofundar aqui o estudo de tais normas, razão pela qual trazemos à luz apenas uma decisão da Receita Federal a respeito: "Acórdão 5.996, de 23.4.2004. Assunto: Imposto sobre a Renda de Pessoa Jurídica – IRPJ. Ementa: *Lucro presumido. Regime de caixa.* A adoção do regime de caixa na apuração do lucro presumido implica, para a pessoa jurídica que mantiver escrituração contábil, na forma da legislação comercial, o controle dos recebimentos de suas receitas em conta específica, na qual, em cada lançamento, será indicada a nota fiscal a que corresponder o recebimento; não atendido tal requisito, o lucro presumido será apurado da forma convencional, ou seja, com base no regime de competência. *Lucro presumido. Prestação de servi-*

poderão se utilizar do regime de caixa, para o qual as receitas ou despesas são reconhecidas quando do ingresso ou saída de dinheiro da caixa da entidade.

O resultado final da apuração das contas de resultado nos dará o lucro do período (ou do exercício), cujos valores serão transportados ordinariamente para a conta “lucros e prejuízos acumulados”, constante do balanço patrimonial.

As contas de resultado, ao contrário das patrimoniais, têm um período específico e determinado de tempo na qual acumulam valores, normalmente coincidente com o exercício social. A partir de então, seu saldo é transposto para uma conta de apuração, normalmente denominada de “apuração do resultado do exercício”. A soma algébrica dos valores inseridos nesta última conta nos dará o lucro (ou prejuízo) líquido do exercício.

Para a apuração do resultado do exercício, o saldo de cada uma das contas supracitadas é zerado, através de lançamento a débito (para as contas com lançamento a crédito) e a crédito (para as contas lançadas a débito), sendo os valores transferidos para a conta “apuração do resultado do exercício”.

Ordinariamente, o valor final referente ao lucro ou, prejuízo do exercício, é transportado para a conta “lucros e prejuízos acumulados”,¹⁷ componente do balanço patrimonial.

A demonstração do resultado do exercício, nada mais é que a tradução, de forma

discriminada, estruturada e clara, da conta “apuração do resultado do exercício”, na forma estabelecida na legislação societária.

Para as sociedades anônimas, a Lei 6.404/1976 determina a seguinte estrutura para o demonstrativo em análise:

Art. 187. A demonstração do resultado do exercício discriminará:

I – a receita bruta das vendas e serviços, as deduções das vendas, os abatimentos e os impostos;

II – a receita líquida das vendas e serviços, o custo das mercadorias e serviços vendidos e o lucro bruto;

III – as despesas com as vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais;

IV – o lucro ou prejuízo operacional, as receitas e despesas não operacionais; (redação dada pela Lei 9.249 de 26.12.95)

V – o resultado do exercício antes do Imposto sobre a Renda e a provisão para o imposto;

VI – as participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias, e as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados;

VII – o lucro ou prejuízo líquido do exercício e o seu montante por ação do capital social.¹⁸

Um modelo teórico de demonstração de resultado pode ser visto a seguir:¹⁹

ços de construção civil. Na atividade de prestação de serviços de construção civil o percentual aplicável é o de 32% previsto para as pessoas jurídicas prestadoras de serviços em geral; o percentual de 8% apenas se aplica quando houver emprego de materiais próprios, assim entendidos os materiais que se incorporam à obra, perdendo a qualidade de bens móveis”.

17. Após as inovações da Lei 11.638/2007, tal conta, para as sociedades anônimas passou a ser denominada unicamente de “prejuízos acumulados”. Manteremos no texto a nomenclatura usual, ainda com largo emprego em Contabilidade.

18. As normas internacionais de contabilidade (IFRS) determinam, para melhoria da informação do usuário da DRE, que além do lucro por ação (que se obtém pelo quociente do lucro líquido pelo número de ações), seja também informado o lucro diluído por ação, considerando-se as prováveis conversões de outros títulos e instrumentos de dívida emitidos pela sociedade (tais como opções, debêntures, etc.) em ações, o que fatalmente diluirá o lucro por ação do acionista originário. Isso não consta na Lei 6.404/1976.

19. O modelo é adaptado de José Luiz dos Santos e Paulo Schimit, *Fundamentos de Contabilidade Societária*.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO	X1	X2	X3
RECEITA BRUTA DE VENDAS			
Receitas de vendas de mercadorias			
Receitas de prestação de serviços			
(-) DEDUÇÕES DE VENDAS			
Impostos sobre as vendas			
Devoluções de vendas			
Descontos incondicionais			
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS			
(-) Custo das mercadorias vendidas			
(=) LUCRO BRUTO			
(-) Despesas com vendas			
(-) Despesas administrativas			
(-) Despesas financeiras			
(+) Receitas financeiras			
(+/-) Outras despesas ou receitas operacionais			
(=) LUCRO OU PREJUÍZO OPERACIONAL			
(+) Receitas não operacionais			
Ganhos de capital			
(-) Despesas não operacionais			
Perdas de capital			
(=) RESULTADO ANTES DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL E IMPOSTO DE RENDA			
(-) Contribuição social			
(-) Provisão para Imposto de Renda			
(=) RESULTADO ANTES DAS PARTICIPAÇÕES			
(-) Participações Debêntures			
Participações de empregados			
Participações de administradores			
Partes beneficiárias			
Contribuições para Instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados			
(=) LUCRO OU PREJUÍZO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO			
LUCRO OU PREJUÍZO POR AÇÃO			

Demonstração de mutações no patrimônio líquido e de lucros e prejuízos acumulados (DMPL e DLPA)

A demonstração de mutações no patrimônio líquido e a demonstração de lucros e prejuízos acumulados são relatórios verdadeiramente complementares, por vezes excludentes entre si. Na verdade, a DLPA é parte da DMPL, estando nela incluída, como veremos a seguir.

É bem verdade que a Lei 11.101/2005 não fez referência a nenhuma das duas. No entanto, a referência à **demonstração de resultados acumulados**, que com ambas não se confunde, vem sendo interpretada por alguns como sinônima de demonstração de lucros e prejuízos acumulados, interpretando-se a referência do legislador à expressão “resultados” como um equívoco.

Assim, manteremos aqui a referência a tais demonstrações e seu respectivo estudo.

Por tal motivo, a Lei 6.404/1976, no § 2º do art. 186, ressalta (grifos nossos):

Art. 186. A demonstração de lucros ou prejuízos acumulados discriminará:

I – o saldo do início do período, os ajustes de exercícios anteriores e a correção monetária do saldo inicial;

II – as reversões de reservas e o lucro líquido do exercício;

III – as transferências para reservas, os dividendos, a parcela dos lucros incorporada ao capital e o saldo ao fim do período.

§ 1º. Como ajustes de exercícios anteriores serão considerados apenas os decorrentes de efeitos da mudança de critério contábil, ou da retificação de erro imputável a determinado exercício an-

terior, e que não possam ser atribuídos a fatos subsequentes.

§ 2º. A demonstração de lucros ou prejuízos acumulados deverá indicar o montante do dividendo por ação do capital social e *poderá ser incluída na demonstração das mutações do patrimônio líquido, se elaborada e publicada pela companhia.*

Como bem salientam Iudícibus *et al.* (2003:376) em relação à demonstração das mutações do patrimônio líquido “Logicamente, se a empresa elaborar tal demonstração, incluindo-a como integrante de suas Demonstrações Financeiras do exercício, deverá deixar de elaborar a Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados, desde que as informações desta estejam incluídas, no mesmo nível de informação, naquela. Para tanto, uma das colunas da demonstração será a da conta Lucros ou Prejuízos Acumulados”.²⁰

Sem prejuízo, a Instrução 59/1986 da CVM obriga as companhias abertas a elaborar a DMPL nos seguintes termos:

Art. 1º. As companhias abertas deverão elaborar e publicar, como parte integrante de suas demonstrações financeiras, a demonstração das mutações do patrimônio líquido, referida ao artigo 186, § 2º “in fine”, da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

A CVM dispõe modelos para a elaboração da DMPL para companhias abertas. No entanto, a elaboração de tais relatórios pode ser feita, ainda que com maior simplicidade, por todas as sociedades, mesmo que não sejam anônimas, como se verifica no exemplo resumido a seguir envolvendo pequena sociedade que no curso do exercício tenha apresentado prejuízo concomitante a aumento de capital.

	Capital	Lucros e prejuízos acumulados	Total
Saldo em X1	1.000.000,00	(7.900,00)	992.100,00
Aumento de capital	100.000,00		100.000,00
Lucro líquido do exercício		(269.100,00)	(269.100)
Destinação do lucro líquido	—	—	—
Saldos em X2	1.100.000,00	(277.000)	823.000,00

Podemos verificar na demonstração acima como se modificou o patrimônio líquido da entidade analisada, constatando primeiramente que o aporte de capital dos sócios (R\$ 100.000,00) não foi suficiente para cobrir o prejuízo das operações (R\$ 269.100,00). O patrimônio líquido como um todo teve uma queda de R\$ 169.100,00 do exercício X1 para o exercício X2, sendo que seria maior ainda caso não houvesse o aporte de capital.

Como analisar as demonstrações?

Para analisar as demonstrações contábeis há uma série de métodos explorados pela ciência contábil. Sem querer esgotar a matéria e focando na praticidade que norteia o presente trabalho, passaremos rapidamente em revista a dois métodos básicos: 1) análise de índices; 2) análise horizontal e vertical.

Com o fim de tornar mais prático o entendimento, faremos a análise do balanço patrimonial e da demonstração de resultados a seguir transcritos da sociedade fictícia ora denominada "Sociedade Exemplo Ltda.". Ressaltamos que somente faremos a análise de dois exercícios (ora denominados X1 e X2), lembrando, como fizemos no início do trabalho, que a Lei 11.101/2005 exige que o devedor apresente demonstrações referentes a três exercícios além daquelas levantadas especialmente para o pedido.

O estudo trazido na sequência é baseado nas lições de Dante C. Matarazzo,²¹ utilizando os índices de referido autor, na época de edição de sua obra, os quais poderão ser acrescidos de outros índices pelos destinatários das demonstrações contábeis em análises concretas.

BALANÇO PATRIMONIAL Sociedade Exemplo Ltda. – Em R\$

ATIVO	X1	X2	PASSIVO	X1	X2
Ativo Circulante			Passivo Circulante		
Caixa	710.000,00	559.600,00	Provisão para salários e encargos	20.000,00	10.000,00
Clientes	—	60.000,00	Empréstimos	—	50.000,00
Estoques	7.500,00	—	Impostos a pagar	5.400,00	21.600,00
Total do ativo circulante	717.500,00	619.600,00	Total do passivo circulante	25.400,00	81.600,00
Ativo Permanente			PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
Veículos	100.000,00	100.000,00	Capital	1.000.000,00	1.100.000,00
Imóveis	200.000,00	200.000,00	Lucros e prejuízos acumulados	(7.900,00)	(277.000,00)
Depreciação acumulada	—	(15.000,00)	Total do patrimônio líquido	992.100,00	823.000,00
Total do ativo permanente	300.000,00	285.000,00			
Total do ativo	1.017.500,00	904.600,00	Total do passivo e patrimônio líquido	1.017.500,00	904.600,00

20. Sérgio de Iudícibus, Eliseu Martins e Ernesto Rubens Gelbcke, *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações*.

21. Dante Carmine Matarazzo, *Análise Financeira de Balanços*, São Paulo, Atlas, 2003.

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DE EXERCÍCIO		X1	X2
Sociedade Exemplo Ltda. – Em R\$			
Receita operacional bruta		30.000,00	120.000,00
(-) Impostos sobre vendas		(5.400,00)	(21.600,00)
(=) Receita operacional líquida		24.600,00	98.400,00
(-) Custo das mercadorias vendidas		(7.500,00)	(52.500,00)
(=) Lucro bruto		17.100,00	45.900,00
(-) Despesas operacionais		(25.000,00)	(315.000,00)
Depreciação			15.000,00
Salários e encargos	20.000,00		250.000,00
Outras despesas operacionais	5.000,00		50.000,00
(=) Prejuízo do exercício		(7.900,00)	(269.100,00)

Passemos, com base nos dados constantes das demonstrações acima citadas a verificar os índices correspondentes, analisando os tópicos referentes à estrutura de capital, liquidez e rentabilidade.

A análise de índices

Os números são apresentados a seguir, para posterior comentário. Lembra-

mos que grande parte dos índices não tem significado isolado, sendo sua conceituação dependente do setor econômico em que se encontra inserido o ente empresarial (p.ex., uma grande imobilização de capital é comum no setor siderúrgico, sendo menor no setor financeiro). Dessa forma a conceituação dada aos índices é, em grande parte, dependente dos dados do ramo econômico da atividade.

ANÁLISE DE ÍNDICES Sociedade Exemplo Ltda.		X1	X2
ESTRUTURA DE CAPITAL			
(1)	Endividamento	3%	10%
(1)	Composição do endividamento	100%	100%
(1)	Imobilização do patrimônio líquido	30%	35%
(1)	Imobilização dos recursos não correntes	30%	35%
LIQUIDEZ			
(2)	Geral	28,25	7,59
(2)	Corrente	28,25	7,59
(2)	Seca	27,95	7,59
RENTABILIDADE			
(2)	Giro do ativo	0,02	0,11
(2)	Margem líquida	-32%	-273%
(2)	Rentabilidade do ativo	-1%	-30%
(2)	Rentabilidade do PL	-2%	-30%
INTERPRETAÇÃO			
(1): Quanto menor, melhor			
(2): Quanto maior, melhor			

Faremos a seguir uma breve análise dos índices, apenas para dar noção ao leitor quando a sua possível interpretação, alertando que um trabalho completo nesse sentido somente poderia ser obtido com uma comparação com os índices do setor específico.

Verifica-se que a empresa está, em princípio, pouco endividada. Seu grau de endividamento (obtido pela divisão do total do passivo pelo patrimônio líquido - P/PL) foi somente de cerca de 3% em X1 e 10% em X2. Assim sendo, seu grau de risco aos credores é, em princípio, baixo, pois possui uma estrutura em que o capital de terceiros representa ainda pequena parcela de seu capital próprio.

A composição de seu endividamento, entretanto, embora pouco significativa, chama a atenção, pois tanto em X1 quanto em X2, 100% de suas dívidas foram de curto prazo (compondo o passivo circulante). A empresa, portanto, tomou recursos de terceiros em curto prazo, o que lhe imporá fatalmente o comprometimento de alguns recursos neste período de tempo. Seria recomendável, portanto, que o analista da informação contábil verificasse eventual explicação para tal fenômeno, bem como se o plano de recuperação prevê a modificação da situação.

Sua imobilização de recursos do patrimônio líquido e outros não correntes, em princípio, é razoável (30% em X1 e 35% em X2), mas deve sempre ser comparada pelo analista com os dados do setor para verificar sua sustentabilidade. Caso a média do setor fosse muito superior à encontrada, poderíamos supor que o devedor imobilizou pouco, o que eventualmente poderia explicar sua baixa rentabilidade pela falta de estrutura para obter melhores resultados. Se a imobilização fosse superior à do setor, deveríamos investigar se isso comprometeu a rentabilidade pela falta de investimento em outras áreas prioritárias.

O empreendimento parece, num primeiro momento, com uma liquidez muito acentuada, uma vez que o ativo supera em muito o passivo. A liquidez geral é obtida pela divisão do ativo circulante e de longo prazo pelo passivo de mesma característica. A liquidez corrente é obtida pela divisão do ativo circulante pelo passivo circulante. E a liquidez seca repete a conta anterior, subtraindo do ativo circulante o valor dos estoques.

Tanto os índices de liquidez geral e corrente (que aqui coincidem por não existir ativo e passivo de longo prazo) parecem demasiados. É verdade que tiveram importante queda de X1 (em 28,25) para X2 (7,59), mas continuam elevados, significando que para R\$ 1,00 de dívida, há R\$ 7,59 reais de ativo circulante. Isso, numa análise superficial, pode parecer uma situação segura aos credores, mas na verdade indica excesso de recursos parados em caixa, sujeitos a perdas inflacionárias e ausência de aplicação rentável ao empreendimento. A liquidez seca, da mesma forma, também parece excessiva.

Os índices de rentabilidade são os que mais sofreram no empreendimento analisado.

O giro do ativo, obtido pela divisão da receita líquida pelo total do ativo, significa o número de vezes que o ativo se renovou no período analisado, revelando o volume de vendas em relação ao total investido. Os números são, em princípio, desanimadores. Em X1 o volume de vendas em relação ao ativo foi de 0,02 e em X2 aumentou um pouco para 0,11, valores que parecem pouco expressivos, demandando do analista da informação, além da comparação com os números do setor, a verificação das causas e das possíveis soluções a serem dadas pelo devedor ao problema em seu plano de recuperação.

A margem líquida, obtida pela divisão do lucro líquido pela receita líquida,

indica qual é o percentual que o empreendimento obtém de lucro em relação ao que fatura (quanto das vendas é transformado em lucro). Como se vê, os números são negativos e decrescentes, sendo alarmantes no exercício de X2 (-273% !!), indicando que não haveria condições do devedor suportar por muito tempo tal situação. Cabe ao analista verificar se a rentabilidade negativa foi derivada da estrutura equivocada de passivos, de condições econômicas externas que, p.ex., impediram o crescimento das vendas ou impuseram despesas excessivas, ou de outros fatores existentes.

Finalmente, a rentabilidade do ativo e do patrimônio líquido, obtida pela divisão do lucro líquido pelo ativo ou pelo patrimônio líquido, respectivamente, parece estar inadequada, além de ter piorado de

X1 para X2 de modo significativo. Os valores indicam que os recursos empregados no ativo pela sociedade, e aqueles investidos pelos sócios (que compõem o patrimônio líquido) deram retornos negativos de importância significativa.

Vistos os principais índices das demonstrações, passemos à análise vertical e horizontal das demonstrações.

Análise vertical e horizontal

Para familiarizar o leitor com esse tipo de análise, deve-se ressaltar que o objetivo desta é demonstrar a participação de cada conta das demonstrações no total (análise vertical) ou sua evolução no tempo (análise horizontal).

ANÁLISE VERTICAL E HORIZONTAL DO BALANÇO

	X1	AV(%)	AH(%)	X2	AV(%)	AH(%)
ATIVO						
CIRCULANTE						
Financeiro						
Disponível	710.000	70	100	559.600	62	79
Total financeiro	710.000	70	100	559.600	62	79
Operacional						
Clientes	0	0	100	60.000	7	0
Estoque	7.500	1	100	0	0	0
Outros	0	0	100	0	0	0
Total operacional	7.500	1	100	60.000	7	800
TOTAL CIRCULANTE	717.500	71	100	619.600	68	86
REALIZ. LP E PERM.						
Permanente						
Investimentos	0	0	100	0	0	0
Imobilizado	300.000	29	100	285.000	32	95
Diferido	0	0	100	0	0	0
TOTAL REALIZ. LP E PERM.	300.000	29	100	285.000	32	95
TOTAL ATIVO	1.017.500	100	100	904.600	100	89

ANÁLISE VERTICAL E HORIZONTAL DO BALANÇO						
	X1	AV(%)	AH(%)	X2	AV(%)	AH(%)
PASSIVO						
CIRCULANTE						
Financeiro						
Empréstimos bancários	0	0	100	50.000	6	0
Total financeiro	0	0	100	50.000	6	0
Operacional						
Fornecedores	0	0	100	0	0	0
Outros	25.400	2	100	31.600	3	124
Total operacional	25.400	2	100	31.600	3	124
TOTAL PASSIVO CIRCULANTE	25.400	2	100	81.600	9	321
EXIGÍVEL LONGO PRAZO E PL						
Exigível a longo prazo						
Empréstimos/ financiamentos	0	0	100	0	0	0
Outros	0	0	100	0	0	0
TOT. EXÍG. LP	0	0	100	0	0	0
PATRIMÔNIO LÍQUIDO						
Capital + Reservas	1.000.000	98	100	1.100.000	122	110
Lucros acumulados	-7.900	-1	100	-277.000	31	3.506
TOTAL PATRIMÔNIO LÍQUIDO	992.100	98	100	823.000	91	83
TOTAL PASSIVO	1.017.500	100	100	904.600	100	89

Com esse fim, assume-se na análise vertical (AV) que o total do ativo e do passivo mais o patrimônio líquido assume valor 100 (ou 100%). Cada conta terá o valor percentual indicado por sua divisão pelo total (se uma conta possuir valor 50, significa dizer que corresponde a 50% do total).

Já na análise horizontal, aos valores das contas do primeiro exercício analisado é atribuído valor 100 (ou 100%), recebendo os montantes do exercício posteriores o percentual respectivo em relação aos do primeiro exercício (p.ex., se uma conta do segundo exercício tiver valor 50, significa dizer que corresponde a 50% dos valores do primeiro exercício).

Em relação às demonstrações supracitadas, as análises horizontal e vertical são apresentadas a seguir.

Interessante verificar alguns aspectos esclarecedores.

No balanço, verifica-se que há incrível predominância de valores em caixa, os quais corresponderam a impressionantes 70% do valor do ativo, em X1, e 62% dos valores em X2, o que poderia indicar pouca aplicação de recursos em ativos que possibilitem rentabilidade maior à empresa, fato corroborado pela pouca imobilização de recursos (em torno de 30% do total nos dois anos).

O financiamento do empreendimento tem se baseado no capital próprio, que qua-

se totalizou a origem dos recursos, tendo incremento em X2 (para 110% do valor de X1). Caberia ao analista saber até quando os sócios estarão dispostos a aportar recursos no empreendimento e até onde este resistiria sem tais aportes, principalmente diante

da incrível derrocada dos lucros em X2 (3.506% do valor de X1, este já negativo).

A empresa concentrou seu passivo em dívidas de curto prazo, mas essas não são tão significativas, não chegando a 10% do total de seu passivo ou ativo.

ANÁLISE VERTICAL E HORIZONTAL DA DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO						
	X1	AV(%)	AH(%)	X2	AV(%)	AH(%)
RECEITA LÍQUIDA	24.600	100	100	98.400	100	400
Custo dos produtos vendidos	7.500	30	100	52.500	53	700
LUCRO BRUTO	17.100	70	100	45.900	47	268
Despesas operacionais	25.000	102	100	315.000	320	1.260
Outras rec. desp. oper.	0	0	100	0	0	0
LUCRO OPER. (sem res. fin.)	-7.900	-32	100	-269.100	-273	3.406
Receitas financeiras	0	0	100	0	0	0
Despesas financeiras	0	0	100	0	0	0
LUCRO OPERACIONAL	-7.900	-32	100	-269.100	-273	3.406
Resultado não operacional	0	0	100	0	0	0
LUCRO ANTES DO IR	-7.900	-32	100	-269.100	-273	3.406
LUCRO LÍQUIDO	-7.900	-32	100	-269.100	-273	3.406

Na demonstração de resultados verificamos um importante aumento de receita líquida (400% maior em X2 que em X1), mas que não foi suficiente para cobrir as despesas operacionais que subiram na proporção de 1.260%, resultando num lucro operacional e líquido 3.406% inferior em X2, comparativamente a X1.

Conclusões de análise

Qual a conclusão da análise?

Lembrando que a presente análise é perfunctória e que não deve haver certezas absolutas em análises de demonstrações financeiras, a situação parece indicar empreendimento com razoável grau de liquidez, ao menos por ora, oferecendo poucos riscos de inadimplência no curto prazo aos credores.

No entanto, até o presente momento, apresentou índices insatisfatórios de rentabilidade, baixo volume de vendas em relação a seu ativo total e excesso de recursos paralisados em caixa, o que pode indicar uma estratégia operacional ou má aplicação de recursos para atingir maior valor do investimento proporcionado pelos sócios, os quais, por seus aportes, foram praticamente os únicos a suportar a continuidade do empreendimento.

O volume de vendas e compras a prazo também parece insuficiente, dado o baixo percentual das contas de clientes e a completa ausência de fornecedores no balanço, o que pode estar diminuindo a rentabilidade total, por não haver financiamentos para clientes adquirirem mercadorias, nem contar com financiamento de fornecedores para suas vendas.

Dado o prejuízo operacional existente, a situação parece necessitar de reformulação na estrutura e na estratégia empresariais, com maior aplicação de recursos em vendas e compras a prazo, possível incremento em imobilizações que proporcionem rentabilidade superior e redução de recursos paralisados em caixa.

Não se pode esquecer eventual influência de fatores sazonais na análise em questão, como, por exemplo, no incremento das despesas operacionais em X2, cuja causa deverá ser investigada pelo analista no caso concreto. No entanto, a principal característica parece ser um problema estratégico, uma vez que a atividade empresarial está destruindo valor dos sócios e estes, ao contrário de mudarem a estratégia ou a estrutura de capital e investimento da sociedade, continuam a fazer aportes de recursos.

Visto como se podem analisar demonstrações contábeis, passemos a verificar qual o valor preditivo destas na viabilidade econômica de uma empresa em recuperação.

Os modelos de predição de falência com base nas demonstrações contábeis e sua aplicabilidade às recuperações empresariais

Podem as demonstrações contábeis prever a inviabilidade econômica de um empreendimento? Seria possível predizer se uma determinada sociedade empresária em recuperação realmente irá à falência?

Há uma série de modelos estatísticos que buscam prever a possibilidade da ocorrência de falência empresarial. Entre eles, o citado por Rashad e Khalik²² (2004:202) e Brigham *et al.*²³ (2001:942), ambos baseados no modelo de Edward Altman de análise discriminante múltipla, tem conseguido certa primazia na doutrina.

O modelo se destina à predição de falência para período futuro aproximado de dois anos através de uma função (*Z-Score*), com as seguintes características:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$

Na qual:

X_1 – capital circulante/total de ativos;

X_2 – lucros acumulados/total de ativos;

X_3 – lucro antes de juros e imposto sobre a renda/ativo total;

X_4 – valor de mercado do patrimônio/endevidamento total no balanço;

X_5 – vendas/ativo total.

Os resultados do teste serão interpretados nos termos do quadro abaixo.

Resultado do Z-Score	Interpretação
$Z < 1,81$	Grande probabilidade de falência
$1,81 < Z < 2,99$	Zona de incerteza
$Z > 2,99$	Reduzidas probabilidades de falência

22. A. Rashad e Abdel Khalik, *Dicionário Enciclopédico de Contabilidade*.

23. Eugene F. Brigham *et al.*, *Administração Financeira: Teoria e Prática*.

Outro modelo muito utilizado na predição de falências é aquele preconizado por Stephen Kanitz, que guarda muita semelhança com o anterior.

O modelo de Kanitz parte de 5 índices oriundos das demonstrações contábeis, base em que foi elaborada uma equação matemática, através de técnicas estatísticas de regressão múltipla e análise discriminante.

O escopo do estudo de Kanitz foi mensurar o risco de insolvência, por meio do que chamou de *fator de insolvência*. Cuidava-se de um indicador que apontava a possível insolvência em futuro próximo, na eventualidade de a empresa não corrigir rumos que estava trilhando.

Assim se compõe a equação de Kanitz para o cálculo do fator de insolvência (FI):

$$FI = 0,05 X1 + 1,65 X2 + 3,55 X3 - 1,06 X4 - 0,33 X5$$

Em que:

X1 = lucro líquido/patrimônio líquido;

X2 = (ativo circulante + realizável a longo prazo)/exigível total;

X3 = (ativo circulante – estoques)/passivo circulante;

X4 = ativo circulante/passivo circulante;

X5 = exigível total/patrimônio líquido.

Resultado do FI	Interpretação
FI < -3	Insolvente
-3 < FI < 0	Zona de penumbra
FI > 0	Solvente

Por fim, podemos citar os modelos de Elizabestsky, com base teórica e metodologia muito semelhantes aos anteriores. Para Elizabestsky, temos:

$$Z = 1,93 X32 - 0,20 X33 + 1,02 X35 + 1,33 X36 - 1,12 X37$$

Sendo:

X32 = lucro líquido/vendas;

X33 = disponível/ativo permanente;

X35 = contas a receber/ativo total;

X36 = estoque/ativo total;

X37 = passivo circulante/ativo total.

A interpretação é dada por

Z inferior a 0,5 → empresa insolvente

Z superior a 0,5 → empresa solvente

tado) já expostas neste trabalho quando da exposição de tais relatórios. Salientamos que, para fins didáticos, somente consideraremos o exercício de X2, embora nos casos concretos o analista deva verificar a evolução dos resultados dos modelos preditivos a cada exercício, o que lhe dará maior base para conclusões mais acertadas.

Consideraremos no cálculo, para o modelo de Altman, as quatro primeiras variáveis (X₁ a X₄) em porcentagem e não em decimais.

Entabulando os dados do exercício de X2, teremos:

Cálculos utilizando os modelos

Façamos, portanto, um exemplo concreto, utilizando as demonstrações financeiras (balanço e demonstração de resul-

		Percentuais (fórmula)	Total das parcelas
Capital circulante	619.600,00		
Ativo total	904.600,00		
X ₁	68,49	0,012	0,82
Lucros acumulados	(277.000,00)		
Total de ativo	904.600,00		
X ₂	(30,62)	0,014	(0,43)
EBIT	(269.100,00)		
Total de ativo	904.600,00		
X ₃	(29,75)	0,033	(0,98)
Valor de mercado patrimônio	823.000,00		
Dívida total	81.600,00		
X ₄	1.008,58	0,006	6,05
Vendas	120.000,00		
Total de ativo	904.600,00		
X ₅	0,13	0,999	0,13
		Total (Z-Score)	5,60

Para o modelo de Kanitz, com os dados do exercício de X2, teremos:

		Percentuais (fórmula)	Total das parcelas
Lucro líquido	(269.100,00)		
Patrimônio líquido	823.000,00		
X1	(0,33)	0,05	(0,02)
(Ativo circulante + realizável a longo prazo)	619.600,00		
Exigível total	904.600,00		
X2	0,68	1,65	1,13
(Ativo circulante – estoques)	619.600,00		
Passivo circulante	81.600,00		
X3	7,59	3,55	26,96
Ativo circulante	619.600,00		
Passivo circulante	81.600,00		
X4	7,59	-1,06	(8,05)
Exigível total	904.600,00		
Patrimônio líquido	823.000,00		
X5	1,10	-0,33	(0,36)
		Total (FI)	19,99

Para o modelo de Elizabetsky, com os dados do exercício de X2, teremos:

		Percentuais (fórmula)	Total das parcelas
Lucro líquido	(269.100,00)		
Vendas	120.000,00		
X32	(2,24)	1,93	(4,33)
Disponível	559.600,00		
Ativo permanente	285.000,00		
X33	1,96	-0,2	(0,39)
Contas a receber	60.000,00		
Ativo total	904.600,00		
X35	0,07	1,02	0,07
Estoques	-		
Ativo total	904.600,00		
X36	-	1,33	-
Passivo circulante	81.600,00		
Ativo total	904.600,00		
X37	0,09	-1,12	(0,10)
		Total (Z)	(4,75)

Verificamos, portanto, que no caso considerado, no resultado de dois dos modelos utilizados (Altman e Kanitz) mesmo após dois anos de prejuízo contábil, as probabilidades de falência são reduzidas. Já para o critério de Elizabetsky, a empresa teria alta probabilidade de insolvência.

Tal conclusão pode parecer absurda e indicar a falta de credibilidade de tais modelos, mas não podem ser feitas afirmações absolutas. Com efeito, cada um dos modelos supracitados foi desenvolvido com pressupostos distintos e enfatizando situações diferentes.

O modelo de Altman, por exemplo, favoreceu o exemplo citado por utilizar índice de endividamento (patrimônio/dívida). Por haver no caso concreto um baixo endividamento ou uma baixa relação de capital de terceiros por capital próprio, acabou por afastar as possibilidades de falência.

O modelo de Kanitz também possibilitou grande ênfase no caso concreto à liquidez seca (divisão do ativo circulante,

sem estoques, pelo passivo circulante). Como a liquidez do empreendimento é alta, referido modelo concluiu pela reduzida possibilidade de falência.

Já o conceito de Elizabetsky deu grande importância à margem líquida (lucro líquido/vendas), que no caso concreto é justamente o ponto falho do empreendimento analisado, razão pela qual concluiu pela provável insolvência.

Assim, antes de concluir pela incoerência dos modelos, podemos verificar que, na verdade, sua utilização em conjunto em casos concretos possibilitará conclusões complementares, se analisadas suas conclusões ponderadamente. No caso em tela, podemos ver que dificilmente a liquidez do ente empresarial em estudo o levará à falência (conforme ressaltam os modelos de Altman e Kanitz), mas a persistência de rentabilidade tão negativa possivelmente o levará à quebra se não modificada sua estrutura e estratégia (aspecto afirmado pelo modelo de Elizabetsky).

Saliente-se que o propósito das conclusões derivadas dos modelos de predi-

ção de falência não é fornecer verdades absolutas quanto ao futuro econômico de um devedor em dificuldades econômico-financeiras, mas meramente dar uma base ao analista das chances futuras de uma insolvência. Cumpre a este ponderar os diversos aspectos envolvidos com o discernimento necessário, cotejando as causas e os fatores envolvidos, e não tomar atitudes com base em meros números obtidos da aplicação matemática dos modelos preditivos.

À guisa de conclusão: a aplicabilidade das análises e modelos pelos operadores do direito, notadamente pelo Poder Judiciário

Visto o funcionamento dos principais modelos de análise de demonstrações e predição de falência, cumpre agora responder as seguintes questões, complementando aquelas feitas inicialmente:

1. *Poderá o Poder Judiciário, com base nos dados obtidos nas demonstrações, na sua análise, ou em algum modelo preditivo de falência, indeferir o processamento de recuperação judicial?*

2. *Poderá o juiz deixar de homologar plano de recuperação judicial aprovado em assembléia, ou, inversamente, aprová-los, contra a rejeição assemblear, com base nos dados, análises e modelos mencionados anteriormente?*

3. *Exerce o credor seu voto de forma abusiva em assembléia de credores caso venha a rejeitar plano de recuperação de empresa cujas demonstrações evidenciem sua viabilidade econômica ou, inversamente, aprove plano inviável em cotejo com suas demonstrações contábeis?*

Em relação à primeira questão, a resposta parece-nos negativa.

Isso porque a Lei 11.101/2005 não permite ao juiz ampla valoração probatória neste momento processual, devendo limitar-se o magistrado à constatação do

preenchimento das formalidades legais (p.ex., se todas as demonstrações foram entregues, se abrangem todos os exercícios referidos na legislação, etc.). É de se ter presente, portando, que as demonstrações, em princípio, destinam-se à formação do convencimento e decisão dos credores.

Além disso, na fase em que as demonstrações são apresentadas, nem sequer se cogita da apresentação de plano de recuperação pelo devedor em juízo. Assim, indeferir o juiz o processamento da recuperação, a priori, seria subtrair dos credores a possibilidade da avaliação dos riscos apresentados pelo futuro e incerto plano de recuperação, que bem poderia apresentar solução para as dificuldades eventualmente evidenciadas nas demonstrações.

Quanto à segunda questão, entendemos que a resposta deve ser dividida em partes.

Sabe-se que o plano de recuperação pode ser aprovado ou rejeitado pela assembléia pelos quóruns ordinários (art. 58 da Lei 11.101/2005), sendo que, mesmo que rejeitado o plano, em havendo a presença de alguns requisitos legais (art. 58, § 1º, da Lei 11.101/2005), poderá o juiz excepcionalmente conceder a recuperação judicial com base em plano que não obteve aprovação, impondo-o aos credores discordantes, o que se costuma denominar de *cram down*, nome derivado da doutrina norte-americana.

No primeiro caso supracitado, ou seja, de rejeição sem a presença dos requisitos autorizativos do *cram down*, embora haja opiniões respeitáveis na doutrina em sentido contrário,²⁴ entendemos que não

24. Embora sem citar argumentos de natureza econômico-contábil, a possibilidade de que o juiz venha a contrariar a decisão da assembléia a respeito do plano de recuperação é admitida por Fábio Ulhoa Coelho: "Pela lei brasileira, os juizes, em tese, não poderiam deixar de homologar os planos aprovados pela Assembléia dos Credores, quando alcançado o quórum qualificado da lei. Mas, como a aprovação

pode o juiz se valer de argumentos econômico-contábeis para contrariar a vontade manifestada pelos credores expressamente em assembléia. A análise da viabilidade do empreendimento em recuperação e do risco inerente ao exercício da atividade empresarial do devedor foi relegada pelo legislador, com exclusividade, aos credores, não podendo o magistrado imiscuir-se no mérito dessa decisão.²⁵

Deve-se salientar que nosso sistema se filiou ao ordenamento norte-americano, em que o magistrado não pode superar, por razões de mérito, a decisão da assembléia de credores, ao contrário do que ocorre no ordenamento francês, em que a liberdade do juiz contrariar a decisão assemblear é majorada.

As demonstrações, sua análise, os estudos de valor de mercado do empreendimento baseados em fluxos de caixa (*valuation*) e os modelos preditivos de falência poderão, no máximo, auxiliar aos credores

de planos inconsistentes levará à desmoralização do instituto, entendendo que, sendo o instrumento aprovado um blá-blá-blá incontestado, o juiz pode deixar de homologá-lo e incumbir o administrador judicial, por exemplo, de procurar construir com o devedor e os credores mais interessados um plano alternativo” (Fábio Ulhoa, *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, São Paulo, Saraiva, 2005).

25. Nesse sentido também decidiu o TJSP: “*Recuperação de empresa* – Judicial – Plano – Aprovação, com alteração pela Assembléia Geral de credores, que reclassifica o crédito do Banco-agravante de quirografário para crédito com garantia real consistente em penhor sobre direitos creditícios – Decisão judicial que concede a recuperação, mas determina que o crédito do agravante permaneça classificado como quirografário – Inteligência do art. 35, inciso I, alínea a, da Lei n. 11.101/2005, que concede à Assembléia-Geral atribuição para aprovar ou rejeitar o plano – Inviabilidade de o magistrado se imiscuir no mérito do plano aprovado pelo conclave assemblear, salvo caso de abuso de direito – Recurso provido para manter o crédito do agravante como ‘crédito com garantia real’, de acordo com o plano aprovado pela Assembléia Geral de Credores” (AI 533.505-4/1-00-Salto, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado, rel. Pereira Calças, 28.5.2008, v.u., voto n. 14.472).

res, e somente a eles, na tomada da decisão de aprovar ou rejeitar o plano apresentado pelo devedor.

No entanto, quando houver rejeição do plano que possa ser objeto de imposição pelo juiz nos termos do art. 58, § 1º, da Lei 11.101/2005 (o chamado *cram down*), a lei dá, em princípio uma faculdade ao juiz, que *poderá* conceder a recuperação judicial com base em plano que não obteve aprovação, se presentes os requisitos legais.

Nesse caso, parece-nos possível, e até muito desejável, que o magistrado exerça sua discricionariedade com base em análises de demonstrações contábeis, estudos de *valuation* baseados em fluxos de caixa e modelos preditivos de falência.

Importante citar aqui a opinião do ilustre Prof. Eduardo Secchi Munhoz (2005:286),²⁶ que, com a percuciência que lhe é peculiar, critica a legislação nacional por não ter mencionado expressamente a avaliação econômico-financeira do empreendimento como base ao magistrado utilizar-se da possibilidade do *cram down*: “A ausência de avaliação econômica e financeira da empresa como elemento indispensável à formação da convicção jurisdicional é altamente criticável, pois tal avaliação é pressuposto necessário do ‘cram down’, como reconhece a doutrina norte americana: ‘A cram down’ typically requires a valuation of the firm – to see how much value there is in the firm to distribute’ (M. Roe, *Corporate reorganization and bankruptcy*, p. 12)”.

Assim, entendemos que as demonstrações contábeis nos processos de reorganização empresarial cumprem o papel de, junto com outros estudos econômico-financeiros e outras provas, auxiliar o juiz no delineamento da situação econômica

26. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, coords. Francisco Satiro de Souza Júnior, Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo, cit.

de um empreendimento com vistas à superação da rejeição de um plano de recuperação nas hipóteses exclusivas em que seja possível ao juiz impor o chamado *cram down* (art. 58, § 1º, da Lei 11.101/2005), não podendo, por si só e em qualquer outro caso, servir de base para decisão judicial que contrarie a vontade dos credores manifestada em assembléia fora das hipóteses legais.

Lista de referências

- ASCARELLI, Tullio. *Corso de Diritto Commerciale. Introduzione e Teoria dell'Impresa*. Milão, Giuffrè, 1962.
- BRIGHAM, Eugene F., et al. *Administração Financeira: Teoria e Prática*. São Paulo, Atlas, 2001.
- BULGARELLI, Waldirio. *Direito Comercial*. São Paulo, Atlas, 1991.
- CARVALHOSA, Modesto; e LATORRACA, Nilton. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. vol. 3, São Paulo, Saraiva, 1998.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Código Comercial e Legislação Complementar Anotados*. São Paulo, Saraiva, 2003.
- _____. *Curso de Direito Comercial*. vols. 1, 2 e 3. São Paulo, Saraiva, 2003.
- _____. *Manual de Direito Comercial*. São Paulo, Saraiva, 2003.
- _____. *Comentários à Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo, Saraiva, 2005.
- COMPARATO, Fábio Konder. *Natureza Jurídica do Balanço. Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 29.
- FABBRINI, Isidoro. "Inovações contábeis na Lei de Falências – II", *Gazeta Mercantil*, 2005.
- FABRETTI, Lúcio Camargo. *Contabilidade Tributária*. São Paulo, Atlas, 2005.
- Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. *Aprendendo Contabilidade em Moeda Constante*. São Paulo, Atlas, 2004.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo, Harbra, 1997.
- GOMES, Orlando. *Introdução ao Direito Civil*. Rio de Janeiro, Forense, 1990.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de, et al. *Contabilidade Introdutória*. São Paulo, Atlas, 1990.
- _____. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo, Atlas, 2000.
- _____; MARTINS, Eliseu; e GELBCKE, Ernesto Rubens. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações*. São Paulo, Atlas, 2003.
- MARION, José Carlos. *Contabilidade Básica*. São Paulo, Atlas, 2004.
- _____. *Contabilidade Empresarial*. São Paulo, Atlas, 1997.
- MARTINS, Eliseu. "Atrocidades contábeis no novo Código Civil", *Boletim IOB-Thomson*, n. 41, São Paulo, ano 2002, Partes 1 e 2.
- MARTINS, Fran. *Curso de Direito Comercial*. Rio de Janeiro, Forense, 1990.
- _____. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Forense, 1984.
- MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. Rio de Janeiro, Forense, 2001.
- MELLO, Marcos Bernardes de. *Teoria do Fato Jurídico: Plano da Existência*. São Paulo, Saraiva, 1995.
- MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Dos Livros dos Comerciantes*. São Paulo, Rothschild, 1906.
- _____. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. São Paulo, Freitas Bastos, 1960.
- NEVES, Silvério das; e VICECONTI, Paulo Eduardo Vilchez. *Contabilidade de Custos: um Enfoque Direto e Objetivo*. São Paulo, Frase, 2000.
- _____. *Contabilidade Básica*. São Paulo, Frase, 2000.
- _____. *Contabilidade Avançada e Análise das Demonstrações Financeiras*. São Paulo, Frase, 1999.
- Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa*. Curitiba, Editora Positivo, 1 CD-ROM.

- PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Dissolução e Liquidação de Sociedades*. São Paulo, Saraiva, 2000.
- POVOA, Alexandre. *Valuation. Como Precificar Ações*. São Paulo, Globo, 2004.
- RASHAD, A.; e KHALIK, Abdel. *Dicionário Enciclopédico de Contabilidade*. São Paulo, Atlas, 2004.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo, Saraiva, 1991.
- RIBEIRO, Osni Moura. *Contabilidade Avançada*. São Paulo, Saraiva, 2005.
- _____. *Contabilidade Intermediária*. São Paulo, Saraiva, 2005.
- SANTOS, Ariovaldo dos. *Demonstração do Valor Adicionado: como Elaborar e Analisar a DVA*. São Paulo, Atlas, 2003.
- _____; e GRATERON, Ivan Ricardo Guevara. "Contabilidade criativa e responsabilidade dos auditores", *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, n. 32, São Paulo, mai.-ago./2003, pp. 7-22.
- SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de; e PI-TOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coords.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*. São Paulo, Ed. RT, 2005.
- VALVERDE, Trajano de Miranda. *Comentários à Lei de Falências*. Rio de Janeiro, Forense, 1962.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. vols. 1 e 2, São Paulo, Malheiros Editores, 2004.
- _____; e PEREIRA, Alexandre Demetrius. *Curso de Direito Comercial*. vol. 3, São Paulo, Malheiros Editores, 2008.