

## *Cenário atual da América Latina: os diferentes caminhos dos países.*

A atual conjuntura econômica atrai atenção para os países emergentes, tendo em vista que eles podem ser severamente afetados pela retirada de estímulos monetários da economia americana. Já aparecem na mídia artigos citando a perspectiva de uma nova onda de crise em países emergentes em comparações com o período da segunda metade da década de 1990 onde ocorreram crises como as do México, da Ásia e da Rússia. Acreditamos que a ideia de crise generalizada nos mercados emergentes é exagerada, mas pequenas crises podem ocorrer. Nesta carta analisaremos a situação dos países da América Latina. A intenção é descrever e diferenciar os países quanto às políticas que estão sendo adotadas, e enfatizar quais deles estão mais preparados para enfrentar uma eventual crise na medida em que a liquidez se tornar mais restrita globalmente. Afinal de contas, como diria Warren Buffet, “apenas quando a maré baixa sabe-se quem estava nadando pelado”.

### **Estímulos Monetários e Países Emergentes**

A crise financeira enfrentada pelos EUA em 2008 foi a mais severa desde a Grande Depressão dos anos 30. A intensidade fez com que os investidores ficassem consideravelmente avessos ao risco. Mesmo após uma redução nos juros os participantes do mercado financeiro não voltaram a atuar na normalidade, deixando a economia na eminência de uma Armadilha da Liquidez.

Para combater essa situação o Federal Reserve (Banco Central dos EUA) se viu obrigado a adotar estratégia não convencional para estimular a economia, utilizando instrumentos como compra de ativos financeiros (popularmente conhecida como Afrouxamento Quantitativo). A compra de ativos do setor privado injetou uma grande quantidade de dinheiro na economia, promovendo uma busca por projetos e ativos interessantes.

O fraco desempenho econômico dos países desenvolvidos e a boa desenvoltura dos emergentes fizeram com que grande parte destes recursos fossem para estes países na forma de investimentos em ações, em títulos de renda fixa e em projetos no setor real da economia. Dentre os emergentes que mais se destacaram foram os países da Ásia e da América Latina. Esta última que recebeu um fluxo de capital em torno de 5,5 % do PIB no período de pré-crise (2004 - 2007), alcançou um influxo de capital de 24,3% do PIB no pós-crise (2009 – 2012). O total de fluxo de capital para emergentes no mundo totalizou US\$ 3,9 trilhões no pós-crise, ante um influxo de US\$ 3,1 trilhões no pré-crise.

A recente melhora da economia americana levantou a perspectiva de diminuição de compras de ativos pelo Federal Reserve reduzindo a liquidez da economia, e conseqüentemente preocupou os participantes do mercado financeiro quanto ao comportamento dos investidores em relação aos mercados emergentes. A redução das compras deverá afetar os países de forma heterogênea. Aqueles que possuem mercados de capitais mais desenvolvidos e receberam uma maior quantidade de

recursos tendem a ser afetados com maior intensidade, mas o que importará significativamente serão as perspectivas econômicas, como: crescimento potencial, dependência de capitais estrangeiros, nível de inflação, desempenho fiscal e reformas que aumentem a produtividade. No decorrer desta carta analisaremos os países latinos sob estas possibilidades.

### **América Latina: Aliança do Pacífico x Mercosul**

Para analisar países latinos que são relevantes na economia internacional é interessante observar dois grupos de fomento comercial: a Aliança do Pacífico e o Mercosul. O primeiro é formado pelo México, Chile, Peru e Colômbia, enquanto o seguinte é composto por Brasil, Uruguai, Argentina e Venezuela. A princípio os dois grupos possuem o mesmo objetivo, que é fomentar o comércio entre os países participantes e o comércio mundial, mas, as recentes decisões de políticas econômicas fizeram com que esses grupos fossem reconhecidos de forma diferente perante os possíveis parceiros comerciais.

A Aliança do Pacífico foi criada em junho de 2012 para desenvolver a economia dos países fundadores. O foco é tornar os países mais competitivos no comércio mundial através da redução de tarifas comerciais entre eles e por meio de acordos com outros países. Paralelamente os países estão interessados em atrair capital estrangeiro e promover o fluxo de pessoas. A Aliança conta com 209 milhões de habitantes, representa 35% do PIB da América Latina, 50% do comércio da região e 26% do investimento estrangeiro direto. Atualmente 93% dos produtos comercializados entre os participantes não pagam tarifas de exportação: a meta é chegar a 100% dos produtos até 2018. Os países estão comprometidos com práticas econômicas ortodoxas, possuem um bom clima de negócios e pouca ingerência governamental. O grupo está focado em fazer parcerias com países desenvolvidos.

O Mercosul nasceu em março de 1991 e dos atuais membros apenas a Venezuela não é fundador. O foco do grupo é a integração econômica, social e comercial. Para isso, os países se comprometem a coordenar políticas macroeconômicas e setoriais a fim de assegurar condições adequadas de concorrência. O grupo possui 274 milhões de habitantes e 57% do PIB da América Latina. Atualmente o Mercosul enfrenta uma crise institucional e está mais interessado na proteção de mercado dos seus membros, além disso os governos de dois membros estão realizando grandes intervenções no setor privado das suas economias e implementando políticas econômicas heterodoxas. Recentemente o grupo esteve fazendo mais parcerias com países de baixa relevância na economia mundial.

### **México**

O México é um dos principais países da região com o segundo maior PIB (US\$ 1,2 trilhão). O país pratica políticas econômicas pró-mercado como metas de inflação (2% a 4%), taxa de

câmbio flutuante, administra a economia de forma previsível com regulações transparentes sobre o investimento estrangeiro e possui um mercado financeiro líquido. Na crise de 2008 a economia do país foi bastante afetada por ser bem dependente da economia americana, o que agora coloca o país em posição de vantagem com a recuperação dos EUA.

Nos últimos anos o país tem apresentado uma baixa dependência de capitais estrangeiros, pois apresentou baixos déficits de conta corrente. Do lado fiscal, o México vem apresentando um déficit de 2,5% do PIB e uma dívida bruta de 43% do PIB, em linha com os números de outros países emergentes. Para os próximos anos o país apresenta uma boa oferta de fatores de produção com uma grande oferta de trabalho, resultado da volta de mexicanos que estavam nos EUA trabalhando e foram demitidos, e uma alta taxa de investimentos de 22% PIB gerando uma boa perspectiva de crescimento.

Na esfera política o país apresenta uma experiência incomum. Após ser eleito no ano passado o presidente Enrique Peña Neto formou uma aliança política com o partido de oposição tendo como objetivo promover reformas estruturais. O Pacto Pró-México se propõe a realizar reformas nas finanças públicas, no mercado de trabalho, na educação e nos serviços públicos. No âmbito fiscal a intenção é promover a transparência fiscal dos estados e municípios, e também incentivar a avaliação de custos e benefícios dos projetos públicos. No mercado de trabalho, o intuito é melhorar as condições facilitando a contratação e demissão, aumentando a produtividade. Nos serviços públicos, visa fortalecer os órgãos reguladores para promover práticas competitivas nos setores de telecomunicações, transportes e energia. Além disso, o governo pretende mudar a constituição para permitir investimentos privados no setor de petróleo, tornando possível a extração de óleo em águas profundas. Na educação o objetivo é desenvolver a meritocracia na carreira dos professores.

## Chile

O Chile é um dos menores países da América Latina apresentando apenas o 6º PIB (US\$ 283 bilhões) da região, mas é considerado o mais desenvolvido e apresenta o índice mais alto de desenvolvimento humano (0,819). Recentemente o governo fez duas reformas com o intuito de melhorar o ambiente de negócios: uma delas visa reduzir os custos de comércio internacional e a outra propõe diminuir para um dia o tempo necessário para abrir uma empresa.

Na economia o país pratica políticas ortodoxas como metas de inflação (2% a 4%), câmbio flutuante e responsabilidade fiscal. O Chile é muito dependente da exportação de Cobre e foi favorecido pelo o *boom* de *commodities* dos últimos 10 anos. Na crise de 2008 o país foi severamente afetado pela desvalorização do Cobre e apresentou um déficit fiscal nominal de 4,3% do PIB em 2009. Desde então o governo tem se comprometido em reduzir esse déficit que deve atingir 0,8% em 2013. A dívida bruta do país está em 12% deixando o país numa situação fiscal de conforto. O Chile possui um fundo soberano que visa promover a estabilidade macroeconômica através da poupança de receitas em períodos favoráveis e aumento dos gastos sociais em momentos de baixa do ciclo econômico. O alto crescimento apresentado nos últimos anos gerou um alto déficit de conta corrente, 3,7% PIB em 2013, que é completamente financiado

pelos altos investimentos estrangeiros diretos, 6,5% PIB. No lado dos fatores de produção, o desemprego está em um nível historicamente baixo (5,7%), mas a participação dos investimentos no PIB de 25% mantém uma boa perspectiva de crescimento. Pioneiro no sistema de previdência privada, os fundos de pensão do país não cumpriram a promessa de pagar um benefício de 70% do salário final do contribuinte, apesar de obterem uma rentabilidade superior ao esperado.

No cenário político, o país terá eleições para presidente em novembro e a disputa está entre a socialista Michele Bachelet, ex-presidente do país, e a candidata da situação Evelyn Matthei. Atualmente a candidata socialista apresenta uma ampla vantagem, mas a recente aprovação do voto não obrigatório elevou a incerteza do resultado da eleição. As candidatas estão preocupadas com problema de queda de produtividade do país e estão interessadas em promover reformas no sistema energético, na parte fiscal, na aposentadoria e na educação, com o intuito de melhorar o crescimento potencial.

## Colômbia

Dentro da amostra de países que estamos analisando poderíamos colocar a Colômbia como sendo um país intermediário em termos de representatividade do PIB, possuindo o 5º PIB (US\$ 359 bilhões) da América Latina. Os principais produtos exportados são petróleo, carvão, níquel e café, tornando a economia interligada aos preços das *commodities*. Na condução da economia a Colômbia está comprometida com políticas ortodoxas como câmbio flutuante, meta de inflação (3%) e responsabilidade fiscal. O governo costuma não interferir na economia com o objetivo de atrair capital estrangeiro. Refém de uma intensa batalha entre narcotraficantes e militares, o país possui um alto grau de informalidade.

Na conjuntura macro o país tem apresentado um crescimento alto, em torno de 4% desde 2010, o que fez com que o desemprego caísse de 11,8% para 9,0%. A inflação está bem comportada flutuando em torno da meta de médio prazo que é de 3%. No lado fiscal a situação é confortável com déficit nominal de 2,3% e uma dívida bruta de 32%. O alto crescimento do PIB e a dependência da importação de manufaturados gerou um alto déficit de conta corrente de 3,3% do PIB, mas a boa atratividade do país a investimentos estrangeiros tem garantido uma relevante entrada de capital (em torno de 4% do PIB), sendo mais do que o necessário para financiar o déficit na conta corrente. A taxa de investimento é de 23,3% do PIB, que em conjunto com o alto nível de desemprego gera um mercado de fatores confortável para absorver um crescimento alto.

Na política o país é o único da amostra que não teve uma ditadura, possuindo uma tradição democrática com eleições competitivas desde 1820. O atual presidente Juan Manuel Santos no cargo desde 2010, tem se comprometido em promover um acordo de paz com a guerrilha de narcotraficantes (FARC). O governo realizou reformas estruturais em 2011 comprometendo-se em fortalecer o balanço do setor público promovendo uma lei que regulava a administração e a distribuição dos *royalties* resultantes da exploração do petróleo e das minas. Também criou uma regra que estabelecia como objetivo reduzir o déficit fiscal para baixo de 1% de 2022 em diante. Recentemente o Congresso aprovou uma reforma fiscal que desonera o emprego e aumenta o tributo sobre o lucro das

firmas, diminuindo o custo do trabalho que deverá reduzir a informalidade e o desemprego. A atual administração está comprometida em promover uma reforma na previdência social com o intuito de melhorar a cobertura e a equidade nas contribuições e nos pagamentos.

## Peru

Com o segundo menor PIB da amostra (US\$ 200 bilhões) o Peru é o país que vem apresentando as maiores taxas de crescimento da região - nos últimos três anos a média de crescimento atingiu 7,2%. Uma economia com foco na exportação de *commodities* metálicas, o país foi positivamente influenciado pelo *boom* de *commodities* dos últimos anos. Eleito em 2011, o presidente de centro esquerda Ollanta Humala sofreu uma forte desconfiança do mercado no início do seu mandato, mas se comprometeu em utilizar políticas macroeconômicas ortodoxas como responsabilidade fiscal, metas de inflação (1% a 3%) e câmbio flutuante, recuperando a confiança dos investidores.

Na conjuntura atual, o elevado crescimento fez com que o desemprego atingisse a mínima histórica de 6%. A piora recente nos preços de *commodities* com a alta demanda por bens manufaturados fizeram com que o déficit de conta corrente se deteriorasse atingindo -3,6% do PIB. Mas apesar de alto, esse déficit é confortavelmente financiado pelos investimentos estrangeiros diretos que totalizam 6,1% do PIB em 2012. Praticando uma política de austeridade fiscal, o país apresenta uma das melhores situações fiscais dos países emergentes com um superávit total de 2% e uma dívida bruta de 18,4% em 2012. O elevado nível de investimentos totalizando 26,54% do PIB é responsável por gerar uma perspectiva de crescimento potencial alto, fazendo com que a inflação fique bem comportada em torno de 3%.

No momento o governo está focado em aumentar impostos para aumentar a receita fiscal, tornando factível para a atual administração expandir os programas sociais e os investimentos públicos. O país ainda precisa priorizar políticas para desenvolver sua infraestrutura, melhorar o ambiente de negócios e desenvolver o mercado de capitais.

## Brasil

Dos países que compõem a amostra o Brasil é o que possui maior PIB (US\$ 2,2 trilhões) e consequentemente a maior influência na economia global. Com uma economia ligada aos preços das *commodities*, o Brasil atraiu a atenção dos investidores na última década devido ao bom desempenho do crescimento e a manutenção das políticas macroeconômicas ortodoxas implementadas nos anos 90 e no início da década. Nos últimos anos a atual administração aumentou a incerteza quanto à continuação dessas políticas. O superávit primário que tinha uma meta de 3,1% do PIB, só atingiu 2,4% em 2012 devido a manipulações contábeis em que o governo antecipou os dividendos de estatais. A meta de inflação (2,5% à 6,5%, com meta de 4,5%) tem sido no limite desrespeitada com inflação se situando no intervalo superior há três anos consecutivos. O câmbio flutuante tem sido alvo de taxaço no fluxo de capitais. Além disso, no ano passado o governo aumentou a interferência no setor privado, exigindo que os bancos reduzissem os *spreads*, interferindo na margem de retorno das concessões de estradas e reduzindo as tarifas nas novas concessões do setor elétrico.

As intervenções do governo aumentaram o grau de incerteza para o setor privado, o que resulta em redução dos investimentos. No ano passado o PIB cresceu apenas 0,9% com a inflação fechando o ano em 5,8% e a participação dos investimentos é de apenas 18% do PIB, uma das mais baixas dos países emergentes. O desemprego atingiu a mínima histórica de 5,5% mantendo o consumo como motor do crescimento. O consumo alto aliado à redução dos preços das *commodities* resultaram em um aumento do déficit da conta corrente, saindo de 2,4% no final do ano passado para 3,4% atualmente, tornando o investimento estrangeiro direto (2,6%) insuficiente para financiar o déficit. A política fiscal continua expansionista com déficit total de 3% e uma dívida bruta em torno de 59%, nível alto em relação a outros países emergentes.

As manifestações populares iniciadas em junho geraram mais incerteza no cenário político. A atual presidente, que tinha a perspectiva de vencer a eleição do próximo ano no primeiro turno, provavelmente enfrentará um candidato da oposição no segundo turno. Com o intuito de atrair investimentos para aumentar o crescimento potencial, o país precisa aumentar sua poupança interna e realizar algumas reformas estruturais. Mas, as eleições próximas não geram perspectivas que estas demandas sejam atendidas no curto prazo, deixando a expectativa de que o próximo governo seja capaz de implementá-las.

## Uruguai

Com o menor PIB (US\$ 53 bilhões) dos países analisados, o Uruguai possui uma economia com um setor financeiro relevante e a produção agrícola sendo a principal atividade exportadora. O país utiliza políticas macroeconômicas prudentes como: metas de inflação (4 a 6%), câmbio flutuante e política fiscal bem controlada. Nos últimos anos o país apresentou um crescimento alto que deve convergir para 4% nos próximos anos.

O elevado crescimento gerou uma inflação alta de 8%, acima da meta. A perspectiva é que esse comportamento continue devido ao alto nível de indexação dos preços da economia. A participação do investimento no PIB está em 19%, nível baixo se comparado a outros países emergentes. As contas externas estão confortáveis com déficit de conta corrente de 2,4% e investimento estrangeiro direto de 5% do PIB. A situação fiscal está melhorando, a dívida bruta que chegou a 58% em 2010 deve convergir para 51% no final de 2014 e o déficit fiscal está em um nível baixo de 0,5% do PIB.

A atual administração deve priorizar o aumento da produtividade da economia, possibilitando um maior crescimento potencial com inflação baixa. O banco central tem que se comprometer em entregar a inflação dentro da meta para não perder credibilidade. O país deve implementar o desenvolvimento do mercado de capitais para aumentar os investimentos.

## Argentina

Um grande país da América Latina com um PIB de US\$ 475 bilhões a Argentina vem passando por um período conturbado na política e na economia. Após um crescimento alto na década influenciado pelos altos preços das *commodities*, as sucessivas

intervenções do governo na economia pioraram o clima de negócios no país, afastaram os investimentos e diminuíram as perspectivas de crescimento. Além disso, recentemente a atual administração se negou a pagar a dívida externa que sofreu default em 2001 e foi reestruturada em 2005 e 2010. A análise do caso está atualmente na Suprema Corte dos EUA.

Na conjuntura, as variáveis macroeconômicas se deterioraram bastante. A inflação calculada por consultorias privadas está rodando em torno de 25%, enquanto o governo afirma que a inflação calculada pelo instituto de pesquisa oficial é de 10%. A taxa de investimento em relação ao PIB está em 21%, enquanto em 2008 essa taxa estava em 24%. A situação fiscal vem se deteriorando bastante, o resultado nominal que era superavitário em 2008 se tornou deficitário fechando 2012 em -2,6% do PIB. O governo vem intervindo bastante na economia dando subsídios a alimentos e energia, totalizando gastos de 4% do PIB. A dívida pública, atualmente em 41,5% do PIB, caiu desde 2008, através de manipulações contábeis, utilização de fundos de pensões para financiar o governo e criação de moeda. Em relação às contas externas, o déficit de conta corrente está em torno de 0,5% do PIB e o investimento estrangeiro de 2,4%, mas os resultados são obtidos através de manipulações da taxa de câmbio, taxaço no comércio internacional e repatriação dos lucros. Devido ao controle do governo, o país possui duas taxas de conversões do peso em dólar (a oficial e a do mercado negro) e atualmente a diferença entre essas taxas está em 65%.

No cenário político, o atual governo perdeu em distritos estratégicos, como Buenos Aires, Córdoba e Mendoza nas eleições de outubro e não obteve maioria absoluta na câmara diminuindo a possibilidade de um 3º mandato para Cristina Kirchner. A perda de popularidade da atual administração é resultante do ambiente econômico conturbado que o país está enfrentando.

## Venezuela

Com uma economia altamente ligada à exploração de petróleo e com o 4º maior PIB da América Latina (US\$ 402 bilhões) a Venezuela vem sofrendo grandes intervenções do governo na

economia. Desde que o presidente Hugo Chávez assumiu o governo em 1999, diversas estatizações foram feitas fazendo com que o país atingisse o pior nível em clima de negócios na América Latina.

A situação econômica no país é caótica. O déficit fiscal aumentou bastante chegando a fechar 2012 em 9% do PIB e a dívida bruta atingiu 49%. Com o intuito de obter maiores receitas o governo vem desvalorizando a moeda e como preço do petróleo é em dólar esta desvalorização aumenta a receita na moeda local. Essa política tem afetado os preços gerando uma alta inflação. Em 2013 o índice de preços chegou a aumentar 40%, a maior inflação na América Latina. Para combater o aumento de preços o governo tem praticado o controle de preços. Essa política tem sido muito maléfica, gerando uma escassez de alimentos e de alguns materiais básicos. Essa política de intervenção tem afugentado investimentos na economia.

Na política o ex-presidente Hugo Chávez faleceu em 2013 e o seu sucessor foi Nicolas Maduro, homem de confiança do ex-presidente. O atual governo continua mantendo as mesmas políticas Chavistas, tornando a perspectiva econômica e política da Venezuela extremamente preocupante.

## Conclusão

A melhora da economia americana e a possível redução dos estímulos monetários acende a luz amarela para os países emergentes. Na América Latina há uma heterogeneidade entre os países, claramente os pertencentes à Aliança do Pacífico estão em melhor posição do que os outros, com políticas econômicas que aumentam a produtividade, tornando-os mais estáveis e atraentes para investimentos diretos e indiretos. Na contramão, os países do Mercosul não aproveitaram o boom de *commodities* para promover reformas que tornassem o alto crescimento sustentável; pelo contrário utilizaram o bom momento para expandir políticas populistas tornando os países menos atraentes aos investimentos estrangeiros. Em uma eventual saída de capital de países emergentes a partir da normalização das taxas de juros nos EUA, os menos atraentes tendem a sofrer mais com desvalorização da moeda, baixo crescimento econômico e alta inflação. ■

---

Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.

---

### Associação da Turim com Wigmore Association

A *Wigmore Association* é uma parceria entre *Family Offices* internacionais com o objetivo de compartilhar conhecimento sobre gestão de fortunas. A Turim é a única representante da América do Sul. Essa é uma associação de trabalho, não envolvendo participação societária.

A *Wigmore Association* foi fundada no final de 2011, consistindo hoje de um seletor e pequeno grupo de sete *Family Offices* (incluindo a Turim) de diversas partes do mundo, sendo elas: *HQ Trust* (Alemanha), *The Myer Family Company* (Australia), *Northwood Family Office* (Canada), *Pitcairn* (EUA), *Progeny 3* (EUA), e *SandAire* (Inglaterra).

Os encontros da associação ocorrem formalmente duas vezes por ano, onde os *Chief Investment Officers* dos participantes trocam informações sobre oportunidades de investimentos e outros assuntos de interesse das famílias. Além disto, a equipe de gestão de cada empresa está constantemente em contato avaliando oportunidades de investimento.

A Turim considera essa uma oportunidade única de trazer a *expertise* de profissionais experientes com perspectiva global para a gestão do patrimônio de seus clientes.



Rio de Janeiro (21) 2259-8015

São Paulo (11) 3071-3329

Belo Horizonte (31) 3347-8353

Porto Alegre (51) 3092-0249

Conheça o nosso novo site: [www.turimbr.com](http://www.turimbr.com)



O que acontece com os credores de uma empresa que, após se deparar com uma grave crise econômico-financeira, precisa recorrer à recuperação judicial ou mesmo decretar falência? Há como se reduzir ou evitar os riscos de perda do capital emprestado ou investido em uma empresa nessas situações? A análise dessas e de outras questões correlatas é de suma importância para que o investidor esteja ciente dos riscos inerentes aos investimentos em crédito privado e procure, na maior medida possível, mitigá-los, utilizando-se de mecanismos jurídicos propícios para tais fins.

O ponto de partida para o estudo do assunto é ainda recente lei no 11.101, de 2005, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária (“Lei de Recuperação e Falências - LRF”). A LRF foi recepcionada pelo mercado com otimismo, por trazer inovações julgadas positivas pelos profissionais diretamente envolvidos no assunto, sejam advogados, investidores ou empresários.

Dentre as novidades, destaca-se o princípio norteador da LRF: o objetivo de preservação da empresa. Nota-se, em vários dispositivos da lei, o intuito de se promover a continuidade das atividades da empresa. Nesse sentido, o legislador criou a recuperação judicial, que conforme o art. 47 da lei, objetiva “viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica”.

Para requerer a recuperação judicial, o devedor deve atender aos requisitos da lei e expor ao juiz, através de uma petição, as causas concretas de sua situação patrimonial e as razões da crise econômico-financeira, além de listar a relação integral de credores, empregados e prestar outras informações. Posteriormente, caso o juiz aprove o processamento da recuperação judicial, o devedor deverá apresentar o plano de recuperação, que passará a ser negociado com os credores.

Outro instituto criado no espírito de se preservar a empresa é a recuperação extrajudicial, através da qual o devedor poderá negociar com os credores um plano de recuperação fora do âmbito judicial. No entanto, não podem ser abrangidos no plano de recuperação extrajudicial, dentre outros, créditos de natureza tributária e trabalhistas.

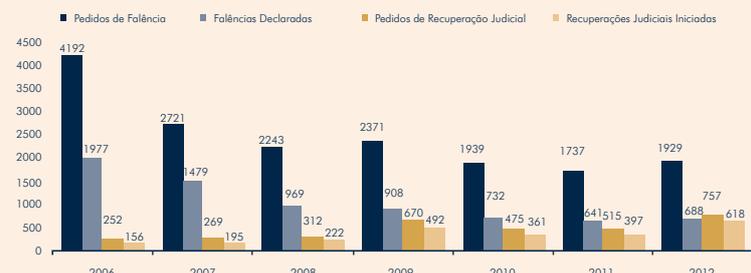
Caso a empresa não suporte a situação econômico-financeira desfavorável e precise decretar falência, a lei ainda assim traz

disposições que objetivam aproveitar os recursos da empresa da melhor forma possível. Nesse sentido, o art. 75 da LRF dispõe que a “falência, ao promover o afastamento do devedor de suas atividades, visa a preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa”.

Como exemplo, cita-se a inexistência de sucessão na venda judicial da empresa ou de suas unidades produtivas autônomas. Com efeito, dispõe a lei que, em tais casos, “o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidentes de trabalho”. Dessa forma, mais potenciais compradores são atraídos, incentivando-se a manutenção da atividade produtiva que, caso concretizada, promoverá geração de renda, produção de riquezas, preservação de empregos, enfim, estimulará o desenvolvimento econômico e social.

Mas, será que a todas as inovações trazidas pela LRF já são de fato refletidas na vida prática? Podemos encontrar algumas respostas a partir do recente estudo da Moody's, divulgado em julho deste ano, intitulado “Insolvência e Classificação Brasileira”<sup>1</sup>.

O estudo mostra que, desde a vigência da LRF, conforme o gráfico abaixo, houve redução no número de pedidos de falência, enquanto os pedidos de recuperação judicial, assim como o número de recuperações iniciadas, aumentaram consideravelmente, o que parece ir ao encontro do principal objetivo da LRF, a preservação da empresa.



Fonte dos dados: Serasa Experian. Gráfico disponível no estudo insolvência e Classificação Brasileira, divulgado pela Moody's.

No entanto, o estudo aponta diversas falhas e ambiguidades na LRF que, de acordo com a Moody's, impedem uma maior eficácia nos processos de recuperação. Além disso, nem todos os Estados brasileiros contam com varas especializadas para o julgamento de casos de falência e recuperação judicial, o que dificulta a melhor aplicação da LRF. Outro aspecto negativo indicado no estudo – e que não é uma peculiaridade da LRF, mas sim um problema estrutural do Poder Judiciário brasileiro – é a lentidão nos processos de recuperação, em grande parte devida à demora na negociação do plano de reestruturação da empresa, especialmente entre as diferentes classes de credores.

<sup>1</sup>Fontes: Sobre o assunto, recomenda-se a matéria publicada pelo Estadão intitulada “Moody's questiona eficácia da lei de falências”. Disponível em <<http://www.estadao.com.br/noticias/impresso,moody-questiona-eficacia-da-lei-de-falencias-,1054270,0.htm>>.

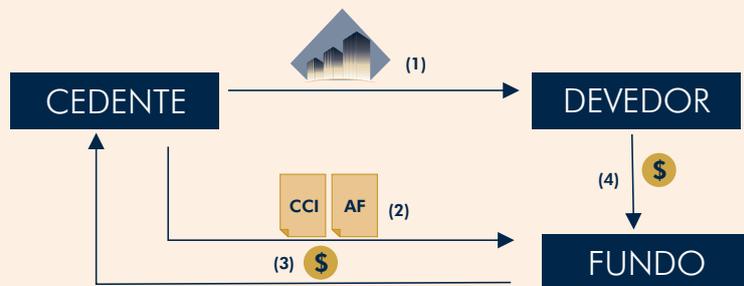
Uma das razões para as incertezas e questionamentos apontados pela Moody's é o pouco tempo de vigência da lei. Apesar de ter sido promulgada há quase dez anos, a LRF pode ser considerada recente em termos jurídicos – muitos inclusive ainda a chamam de “A Nova Lei de Falências”. Essa percepção é coerente, considerando-se, principalmente, que (i) a antiga legislação que regulava a matéria havia sido promulgada em 1945<sup>2</sup>, e (ii) ainda demorará mais tempo para que se tenha orientações definitivas sobre como os tribunais aplicarão a LRF e traduzirão em termos práticos suas subjetividades.

Para se conferir mais segurança ao investidor, é fundamental que a operação de crédito esteja bem estruturada juridicamente. A outorga de garantias reais<sup>3</sup> é uma boa alternativa para se mitigar os riscos de longas esperas em caso de falência do devedor, uma vez que a LRF, no art. 83, ao listar a ordem de classificação de créditos na falência, elenca em segundo lugar os créditos com garantia real (até o limite do valor do bem gravado), logo após os créditos trabalhistas (limitados a 150 salários mínimos por credor) e os decorrentes de acidentes de trabalho. Já os créditos quirografários (sem garantias) aparecem somente em sexto lugar na ordem de preferência para quitação do saldo devedor da empresa falida.

Outra interessante alternativa para o investidor é a alienação fiduciária, negócio jurídico através do qual há a transferência da propriedade de um bem móvel ou imóvel do devedor ao credor para garantir o cumprimento de uma obrigação. Trata-se de uma propriedade resolúvel, extinta tão logo a dívida é quitada, momento em que o bem alienado fiduciariamente ao credor retorna às mãos do devedor. Dessa forma, o credor pode usufruir do bem entregue em garantia, não lhe sendo permitido, contudo, negociá-lo com terceiros.

Além de conferir mais segurança ao credor nos casos de inadimplência da dívida, a alienação fiduciária também é vantajosa nos casos de falência e recuperação judicial do devedor. A LRF dispõe que os credores titulares da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis não se submeterão aos efeitos da recuperação judicial, prevalecendo os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais. Da mesma forma, como o bem alienado fiduciariamente deixa de compor o patrimônio do devedor, não integrará a massa falida em caso de falência, podendo o credor executar a garantia sem concorrer com terceiros.

A praticidade e eficácia da alienação fiduciária fizeram com que diversos gestores de recursos passassem a se valer do instituto nas operações envolvendo fundos de investimento. Um exemplo de estrutura que tem sido utilizada está reproduzido na imagem abaixo, com a explicação em seguida:



Material desenvolvido pela gestora de recursos *Polo Capital Management* em agosto de 2013.

No momento “1”, celebra-se a compra e venda de um imóvel a prazo. Posteriormente, no momento “2”, o cedente emite uma cédula de crédito imobiliário (“CCI”), que representará o crédito proveniente da compra e venda ocorrida no momento “1”, e, ato contínuo, vende a CCI - com alienação fiduciária do imóvel como garantia - para o fundo, que adquire a CCI e paga ao cedente à vista (momento “3”). Em seguida, o devedor passa a honrar as prestações devidas pagando diretamente ao fundo, o que se verifica no momento “4”, e caso haja inadimplemento, o fundo conta com a alienação fiduciária do imóvel como garantia, conforme indicado no momento “3”.

Conclui-se, portanto, que não obstante a LRF tenha trazido novidades consideradas positivas pelo mercado, ainda não se sabe ao certo se os efeitos práticos serão tão animadores quanto a teoria. Dessa forma, recomenda-se que o investidor tome medidas preventivas no sentido de mitigar os riscos nos casos de inadimplência do devedor, especialmente através da exigência de garantias, que tornam o crédito mais seguro e facilitam sua execução. Além disso, em caso de falência, as garantias – especialmente as reais - deixam o credor em posição mais favorável se comparado aos credores de dívidas sem garantias.

Nesse contexto, considerando-se as incertezas acerca da aplicação da LRF, a lentidão do Poder Judiciário brasileiro e a evidente escassez de recursos da empresa submetida à recuperação ou falência, a alienação fiduciária aparece como uma excelente alternativa para se viabilizar e otimizar a recuperação do crédito detido em face de uma empresa falida ou em recuperação, evitando-se o concurso de credores previsto na LRF e executando-se a garantia tal como acordado contratualmente – o que se torna ainda mais prático uma vez que o bem entregue em garantia já se encontra sob propriedade resolúvel do credor. ■

*Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.*



Rio de Janeiro (21) 2259-8015  
 São Paulo (11) 3071-3329  
 Belo Horizonte (31) 3347-8353  
 Porto Alegre (51) 3092-0249  
 Conheça o nosso novo site: [www.turimbr.com](http://www.turimbr.com)

<sup>2</sup>Fonte: Decreto-lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945.

<sup>3</sup>Fonte: As garantias podem ser reais, através da entrega de bens móveis ou imóveis, ou pessoais, nas quais uma pessoa assume perante o credor o compromisso de pagar a dívida, caso o devedor não cumpra com a sua obrigação, como acontece na fiança ou aval.