Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Jéssica Stephanie Cipriano de Mauro

UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DOS CREDORES DE EMPRESAS BRASILEIRAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

São Paulo
2014

Jéssica Stephanie Cipriano de Mauro

Uma análise do comportamento dos credores de empresas brasileiras em Recuperação Judicial

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador:
Prof. Dra. Luciana Yeung Luk Tai – Insper

São Paulo
2014

De Mauro, Jéssica Stephanie Cipriano
Uma análise do comportamento dos credores de empresas brasileiras em Recuperação Judicial / Jéssica Stephanie Cipriano de Mauro. – São Paulo: Insper, 2014.
28 f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dra. Luciana Yeung Luk Tai

1.Recuperação Judicial 2. Credores 3. Objeções

Jéssica Stephanie Cipriano de Mauro

Uma análise do comportamento dos credores de empresas brasileiras em Recuperação Judicial

Monografia apresentada à Faculdade de Economia e Administração do Insper, como parte dos requisitos para conclusão do curso de graduação em Economia.

EXAMINADORES

Prof. Dra. Luciana Yeung Luk Tai
Orientador

Prof. Dr. Antonio Zoratto Sanvicente
Examinador

Prof. Dr. João Manoel P. de Mello
Examinador

Agradecimentos

Gostaria de agradecer, em primeiro lugar, à minha família pela compreensão e pelo apoio durante a elaboração desse trabalho; ao meu namorado Marcelo Ortega, que esteve comigo em todos os momentos dessa jornada. Agradeço aos amigos que a graduação me proporcionou: Barbara Gentile, Betina Roxo, Guilherme Guimarães, Guilherme Pollo, Isadora Calixto, Marcela Schweizer e Renata Russo que tanto me apoiaram e contribuíram para esse projeto e, também, a minha grande amiga Ana Paula Vico pelas palavras de conforto e motivação.

Finalmente, agradeço à minha orientadora, Profa. Dra. Luciana Yeung Luk Tai, pela confiança depositada e toda a atenção dada ao meu desenvolvimento acadêmico desde o dia em que nos conhecemos, sabendo que a matéria lecionada por ela, na graduação, foi a principal influência para a elaboração desse trabalho.

Dedicatória

Dedico esta monografia ao meu pai e à minha mãe que foram meus grandes motivadores e suporte durante toda a jornada acadêmica e às minhas irmãs Anna Beathriz e Caroline por todo apoio e cumplicidade dado em todos esses anos.

Resumo

De Mauro, Jéssica Stephanie Cipriano. Uma análise do comportamento dos credores de empresas brasileiras em Recuperação Judicial. São Paulo: Insper, 2014. 28p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

A nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas introduziu o conceito de Recuperação Judicial no direito brasileiro; o poder de deliberação do credor aumentou e esse agente se tornou o principal determinante sobre o futuro da empresa.
Os custos de agência embutidos na relação entre acionistas e credores dificultam possíveis acordos entre as partes. Por isso, atualmente observa-se uma grande incidência de objeções dos credores aos planos de recuperação de empresas.
Sendo assim, torna-se relevante analisar os critérios e os fatores que influenciam a tomada de decisão dos credores quando estes se deparam com um Plano de Recuperação Judicial.
Utilizando como hipóteses a teoria de finanças corporativas, a aversão ao risco do credor e a existência de custos de transação verifica-se como os fatores: tangibilidade dos ativos, ambiente legal, uso eficiente de governança corporativa e preferência por previsibilidade, interferem no processo de deliberação dos credores.
Nesse trabalho, o objetivo proposto é alcançado através de um modelo de regressão logit que dimensiona a propensão à objeção por parte do credor. As variáveis explicativas específicas de cada empresa tentam captar a percepção do risco da empresa aos olhos do credor.
Pelos resultados é possível perceber que as práticas de governança corporativa, a confiança no setor de atuação da empresa, a estabilidade da situação econômica e política da região, a maturidade do negócio e as garantias de recebimento são fatores relevantes que diminuem a chance de objeção de um credor ao plano de Recuperação Judicial.

Palavras-chave: Recuperação Judicial, credores, custos de agencia e objeção.

Abstract

De Mauro, Jéssica Stephanie Cipriano. An analysis of the behavior of creditors of Brazilian companies in Judicial Recovery. São Paulo: Insper, 2014. 28p. Monograph – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

The new Bankruptcy and Corporate Restructuring Law introduced the concept of Judicial Recovery under Brazilian legislation; the creditor decision-making power increased and this agent has become the primary determinant of the future of the company.
Agency costs embedded in the relationship between shareholders and creditors hinder possible agreements between the parties. Therefore, nowadays there is a high incidence of objections from creditors with the rescue of companies.
Thus, it becomes important to examine the criteria and factors that influence the decision making of creditors when they are faced with a Plan of Reorganization.
Hypotheses using the theory of corporate finance, risk aversion of the lender and the existence of transaction costs can be seen as factors: assets tangibility, legal environment, efficient use of corporate governance and preference for predictability, interfere in the determination process of creditors.
In this work, the proposed objective is achieved through a logit regression model that scales the propensity to objection by the creditor. The specific explanatory variables of each company trying to capture the perceived risk of the company in the eyes of the lender.
From the results it can be seen that the practices of corporate governance, confidence in the company's sector, the stability of the economic and political situation in the region, the maturity of the business and the guarantees of the receipt are relevant factors that decrease the chance of objection a creditor of Reorganization plan.

Keywords: Judicial Recovery, creditors, agency costs, objection.

Sumário

1 **Introdução** 10

2 Revisão de literatura 12
2.1 A Recuperação Judicial 12
2.2 Os credores. 14

3 **Metodologia** 17
3.1 O modelo proposto 17
3.2 Variáveis explicativas 17
3.3 A base de dados 20

4 Resultados 24

5 Conclusão 26

Referências. 27

1 Introdução

A renovação da antiga Lei de Falência e Concordata de 1945 para a Lei 11.101/05 trouxe o conceito de Recuperação Judicial para a legislação brasileira. O foco desse trabalho é analisar o comportamento dos credores ao se depararem com empresas em dificuldades financeiras e que entraram com o pedido de Recuperação Judicial.

A introdução da lei de recuperação de empresas no direito brasileiro tem como objetivo preservar a função social da empresa visando à eficiência econômica: "Fornecer incentivos a recuperar uma empresa inviável ou mesmo incentivar uma empresa economicamente viável a falir são dois comportamentos mais evidentes em termos de ineficiência econômica" (BAROSSI, 2011, p.32). Para isso, faz-se necessário analisar o principal obstáculo à continuidade do processo de recuperação: os credores.

Na antiga lei, os credores eram agentes secundários, apenas espectadores do desenvolver do processo de concordata. A eles não cabiam decisões determinantes ao futuro da empresa, e, em muitos casos, encaravam a sociedade e os créditos a ela concedidos como ativos irrecuperáveis. A nova lei, como afirma Lancellotti (2010, p.11), limita significativamente os poderes de interferência do juiz no processo de decisão e evidencia a importância do credor no ambiente empresarial. Após o processamento do pedido de recuperação, o que determinará seu deferimento ou não será a aprovação por parte dos credores do plano de Recuperação Judicial. Focando nessa etapa do processo, tentar-se-á identificar os interesses que regem a deliberação dos agentes creditícios.

De acordo com o Serasa (EXAME, 2013), o número de empresas requerendo Recuperação Judicial está aumentando a cada ano, corroborando a relevância do tema proposto. Ainda, o contexto de análise será o ambiente de insolvência financeira. A atualidade do tema é justificada pelos efeitos de uma das maiores crises financeiras da história em 2008, ou ainda, no caso brasileiro, o recente pedido de recuperação da petroleira OGX que, se deferido, poderá ser considerado o maior processo de Recuperação Judicial da história.

Nesse trabalho, é proposto avaliar a significância de variáveis determinantes das empresas brasileiras devedoras para a deliberação do credor em casos de insolvência financeira. Ciente das críticas a que os dados estão sujeitos, tentar-se-á traçar a linha de raciocínio por trás das objeções dos credores ao plano de recuperação através de testes

empíricos utilizando um modelo de regressão logística. Esse modelo de variável dependente binária relaciona a razão da probabilidade de um credor entrar com uma objeção ao plano de Recuperação Judicial em relação a não entrar; portanto, em termos relativos, é possível identificar se alguma característica específica da empresa devedora aumenta ou diminui a propensão a objeções pelo credor.

No estudo de Almeida e Campello (2007) nota-se que a capacidade de financiamento de uma empresa possui relação positiva com a tangibilidade de seus ativos, e concluí-se que a fração do capital recuperado pelos credores de empresas em dificuldades financeiras depende da tangibilidade dos ativos da empresa e do ambiente legal que determina a relação entre acionista e credor. Usando como hipóteses a teoria de finanças corporativas, a aversão ao risco do credor e a existência de custos de agência na relação entre credor e acionista verificar-se-á como os fatores: tangibilidade dos ativos, ambiente legal, uso eficiente de governança corporativa e previsibilidade no contexto da empresa, interferem no processo de deliberação dos credores.

A divisão das seções desse trabalho foi baseada no melhor entendimento do leitor sobre o tema. Primeiramente, explica-se o processo de recuperação de empresas e o papel do credor neste; em seguida, o modelo proposto é apresentado juntamente com as variáveis explicativas usadas. Após a descrição da base de dados, faz-se a interpretação dos resultados gerados, que dará o suporte empírico para a conclusão.

2 Revisão de literatura

Essa seção foi dividida em duas partes para melhor entendimento: a primeira aborda o processo em si e a tomada de decisão da empresa do ponto de vista da lei; a segunda parte focaliza o racional econômico dos credores na deliberação, objeto foco do trabalho.

2.1 A Recuperação Judicial

Uma empresa encontra-se em dificuldades financeiras quando os fluxos de caixa gerados por ela não são suficientes para honrar suas obrigações correntes (WRUCK, 1990). Sendo assim, quando a empresa se torna insolvente, Ross, Westerfield e Jaffe (2008) afirmam que ela possui duas alternativas: liquidação ou reestruturação; podendo a última ser interna ou, como abordamos nesse trabalho, judicial.

A Recuperação Judicial é um mecanismo que visa à superação de dificuldades financeiras de uma empresa. Como alega Pacheco (2009), esse instrumento viabiliza a recuperação da saúde econômico-financeira do devedor, no caso, o empresário ou sociedade empresária e os sócios ilimitadamente responsáveis. Dessa forma, é possível a manutenção da unidade produtiva, do emprego dos trabalhadores e da estabilidade creditícia.

No Brasil recente, a maioria das empresas está optando pela reestruturação judicial (SERASA, 2013). O raciocínio econômico dessa decisão é explicado pelo Conselho Federal de Administração (CFA, 2011, p.13) pelos seguintes aspectos da nova lei 11.101/05: maior transparência e controle por parte dos *stakeholders* no processo resgata a credibilidade econômica e financeira da empresa visando ao equilíbrio jurídico-econômico e contribui para o fortalecimento da economia.

A empresa que opta, então, pelo pedido de Recuperação Judicial deve disponibilizar aos órgãos responsáveis pelo processo todos os documentos necessários para a comprovação da insolvência financeira. A partir do processamento do pedido, o processo se torna público e divulga-se a lista de credores divididos em classes de prioridade de recebimento, sendo estas: trabalhistas, garantia real, quirografários e, por último, sócios e acionistas.

A empresa tem um prazo de 60 (sessenta) dias para apresentar um plano de Recuperação Judicial contendo os meios de recuperação, a viabilidade econômica e a avaliação dos ativos da empresa.

A nova lei estabelece os seguintes meios de recuperação admissíveis (Art. 50, 11.101/05, Código Civil):

I – concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações;

II – cisão, incorporação, fusão, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações;

III – alteração do controle societário;

IV – substituição e modificação total ou parcial dos administradores;

V – concessão aos credores de direito de eleição de administradores e de poder de veto;

VI – aumento de capital social;

VII – trespasse ou arrendamento de estabelecimento;

VIII – redução salarial, compensação de horários e redução da jornada;

IX – dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo;

X – constituição de sociedade de credores;

XI – venda parcial dos bens;

XII – equalização de encargos financeiros relativos a débito, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial;

XIII – usufruto da empresa;

XIV – administração compartilhada;

XV – emissão de valores mobiliários;

XVI – constituição de sociedade para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor.

Após a publicação do plano, o poder de deliberação fica com os credores. Se pelo menos um credor apresenta objeções ao plano, é convocada a Assembleia Geral dos Credores, e se nesta não há um acordo dentro dos parâmetros previstos pela lei para o deferimento do plano, é decretada a falência da empresa. Caso contrário, como afirmam Oliveira (2006) e Sousa (2010), o devedor e seus credores celebram um acordo plurilateral que ao juiz resta homologar e, portanto, ocorre o deferimento do plano que pela, definição de Saramago (2006), é a novação de todos os créditos, ficando o devedor

sob recuperação judicial pelo prazo de 2 (dois) anos; caso não cumpra suas obrigações, a falência poderá ser requerida pelos credores. (Art.61-62, 11.101/05, Código Civil).

2.2 Os credores

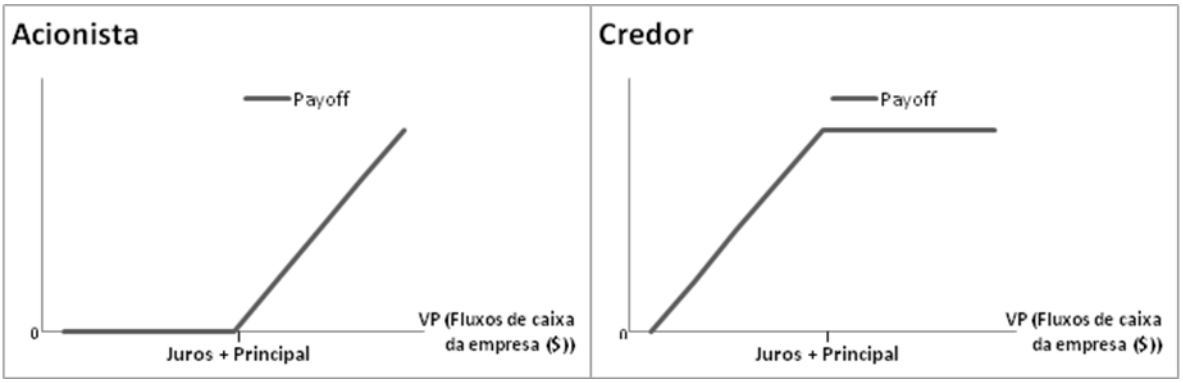
A literatura a respeito da visão do credor em relação a uma empresa é muito vasta. Para esse trabalho damos prioridade aos custos de agência da teoria de finanças corporativas como forma de analisar o racional dos credores.

Kimura, Lintz e Suen (1998) explicam a relação entre credor e acionista dentro de uma empresa: o credor entrega recursos ao acionista através de empréstimos e delega a gestão desses recursos. Em empresas com alto grau de endividamento, por exemplo, os recursos disponíveis aos acionistas em grande maioria pertencem a terceiros.

Ross, Westerfield, Jaffe (2008) afirmam que para o acionista, quanto maior for o valor presente dos fluxos de caixa da empresa, maior será seu *payoff*; já para o credor o *payoff* será constante e equivalente aos juros e principal devidos.

Os gráficos a seguir explicam a relação entre valor presente dos fluxos de caixa da empresa e *payoff* para ambas as partes:

Gráfico 1 e 2 – O *payoff* para acionistas e credores



Para Jensen e Meckling (1976), os acionistas podem tomar algumas atitudes em busca de *payoffs* maiores, mas diminuindo o *payoff* do credor. Para entender esse raciocínio, Kimura, Lintz e Suen (1998) afirmam que os acionistas possuem incentivos a agir por interesse próprio expropriando riquezas dos credores de diversos modos; essas atitudes são conhecidas como estratégias egoístas.

Jensen e Meckling (1976) definem três principais estratégias egoístas:

1- O acionista estaria disposto a incorrer riscos demasiadamente elevados utilizando capital de terceiros para obter melhores resultados;
2- Tendência ao subinvestimento, principalmente quando há alta probabilidade de falência;
3- O acionista tem o incentivo ao esvaziamento de propriedade, ou seja, a retirada do capital próprio.

A primeira estratégia pode ser observada nos gráficos acima. Se um projeto obtiver sucesso, os acionistas ganham mais do que os credores, pois estes recebem um valor fixo (juros + principal); entretanto, se o projeto for um fracasso, os acionistas não poderão arcar com essa parcela fixa e o credor arcará com a maior parte da perda resultante. Sendo assim, o acionista em busca de maiores retornos investe em projetos mais arriscados que podem diminuir o ganho do credor.

Além disso, quando a estrutura de capital da empresa é praticamente representada por dívida, mesmo que os acionistas invistam em projetos de valor presente líquido positivo, o ganho destes irá inteiramente para o credor através do pagamento dos juros e principal, desmotivando o acionista a aproveitar oportunidades que criam valor para a empresa e incentivando o subinvestimento categorizado na estratégia dois.

Por último, os acionistas de empresas altamente endividadas e com possibilidade de liquidação têm incentivo a pagar dividendos extraordinários ou outros meios para a retirada de capital próprio, ou seja, diminuindo o valor para os credores quando da liquidação da empresa.

Concluindo, então, como apontam as pesquisas de Weiss (1990) e Beranek, Boehmer e Smith (1996), na maioria das empresas com alto endividamento que optam pela reestruturação judicial, os acionistas acabam se beneficiando em detrimento do credor, ou seja, há um conflito de interesses definindo os custos de agência.

O Teorema de Coase (1960) propõe que, caso os custos de transação sejam baixos ou nulos, em meio a um conflito de interesses as partes poderão negociar e, por meio de uma barganha cooperativa, chegar a um resultado eficiente independente da alocação legal dos direitos. Já se os custos de transação forem altos, ou seja, o mais comum, não haverá cooperação, e então a alocação legal de direitos terá impacto sobre a eficiência. Ou seja, a lei determinará o resultado, o que não necessariamente maximizará o bem estar. Percebe-se então que os custos de agência embutidos em uma empresa insolvente dificultam uma reestruturação interna, tornando necessária a aplicação da lei.

Apesar de o termo Recuperação Judicial ser novo no Brasil e a maioria das pesquisas empíricas usarem empresas americanas como exemplo, é possível perceber atitudes dos credores diante de empresas insolventes que denotam receio aos possíveis atos dos administradores. Evidência disso seria que no Brasil, dentre todas as empresas que entram em Recuperação Judicial, apenas 23% dos planos de reestruturação têm sido aprovados pelos credores (ESTADÃO, 2013). Portanto, as incertezas da recuperação do negócio tornam difícil o convencimento de investidores, facilitando comportamentos do tipo seleção adversa.

Oliveira (2006) afirma que no Brasil a Recuperação Judicial não deve ser vista como algo ideal e necessário, pois ao requerê-la cria-se um ambiente moroso devido aos conflitos de interesses entre devedor e credor. Barossi, (2011) deixa claro que nesses casos há um ambiente de assimetria de informação, principalmente relacionado ao risco do ativo, além de preferências heterogêneas gerando externalidades negativas.

A função social do direito contratual deveria ser a de corrigir as falhas de mercado, reduzindo os custos de transação para que assim a sociedade maximize sua utilidade. No caso da Recuperação Judicial, o mecanismo contratual concreto mais comum para minimizar esses custos seria a criação de cláusulas de governança corporativa no plano de recuperação das empresas. “A adoção das boas práticas de governança corporativa tem contribuição importante na recuperação de empresas, uma vez que ajuda a minimizar os eventuais conflitos de interesse entre *stakeholders*” (LANCELLOTTI, 2010, p.5).

As objeções ao plano de recuperação de acordo com Salanié (1999) seriam a tentativa da renegociação de contratos que permitem ao credor discutir soluções não previstas para que se possa encontrar um novo equilíbrio contratual eficiente. No caso brasileiro, o ambiente de renegociação do plano é a Assembleia Geral dos Credores.

O trabalho proposto é analisar, no caso brasileiro, as empresas que entraram com pedido de Recuperação Judicial em um determinado período. Utilizando o arcabouço teórico abordado nessa seção, tentar-se-á identificar características que tornem a empresa mais propensa a objeções pelos credores, baseando-se nos custos de transação embutidos no negócio.

3 Metodologia

3.1 O modelo proposto

A análise empírica do objetivo do trabalho é feita através de um modelo de regressão logística. Nele relacionam-se uma variável binária dependente com outras variáveis independentes. No caso do problema em questão, a variável resposta qualitativa assume o valor 1 quando há objeção pelos credores no processo e 0, caso contrário. Portanto, obedece à seguinte função:

$$\ln\left(\frac{\mathrm{P}(\mathrm{Y_i} = 1)}{1 - \mathrm{P}(\mathrm{Y_i} = 1)}\right) = X_i\beta + \vartheta_i \ ; i = 1, \dots, n$$

Em que $\mathrm{Y_i}$ é a variável dependente que indica se há objeção pelos credores ao plano de Recuperação Judicial da empresa i, no prazo observado; X_i é o vetor que contempla as variáveis explicativas; β é o vetor de parâmetros associados às variáveis independentes, denotando o impacto destas na probabilidade de haver alguma objeção pelo credor; e, por último, ϑ_i é o erro aleatório associado ao modelo. Vale lembrar que, para estimar modelos desse tipo é usado o método da máxima verossimilhança.

3.2 Variáveis explicativas

Para a escolha de variáveis independentes foi feita uma pré-análise do ambiente observado pelo credor, ou seja, o que motivaria suas decisões. Para isso foram selecionadas características acessíveis e específicas das empresas que, de alguma maneira, mensuram o risco embutido no negócio. Sendo assim, as variáveis propostas são:

- Setor da economia: Variável qualitativa. A classificação das empresas da amostra foi dividida em indústria e serviços. É usada uma dummy para representar essa variável, que assume valor 1 se a empresa pertence ao setor da indústria, e 0 se pertence ao setor de serviços.

  O uso desta variável foi justificado pela possibilidade de haver uma maior confiança em um setor da economia em detrimento de outro, ou seja, se a

propensão à objeção ao plano de Recuperação Judicial é diferente entre os setores.

O resultado é comparado com índices de confiança calculados pela FGV, como o ICS (Índice de confiança no setor de serviços) e o ICI (Índice de confiança na indústria). Portanto, espera-se que o resultado acompanhe a tendência desses índices: quanto maior a confiança no setor, menor a probabilidade de objeção por parte do credor. Nota-se que o índice de confiança no setor de serviços segue uma tendência ascendente; já a confiança na indústria tem recuado e permanece há quase um ano abaixo da média; portanto, espera-se que aumentem as objeções de credores no setor industrial quando comparado ao setor de serviços.

- Localização: Variável qualitativa. As localidades das empresas da amostra foram divididas da seguinte forma: Sudeste e outras regiões. A justificativa dessa divisão foi baseada no fato do Sudeste ser a mais importante região industrial, financeira e comercial do país, correspondente a mais de 50% do PIB brasileiro. Esta variável é representada por uma dummy, que vale 1 se a empresa é do Sudeste e 0 se é de outras localidades; avalia se a propensão à objeção dos credores é maior no Sudeste em detrimento das outras regiões. Espera-se que quanto mais estável e consolidada seja a situação política, jurídica e econômica da região, menor seja a propensão de objeção pelos credores.
- Tipo de sociedade empresarial: Variável qualitativa. Divididas entre sociedades anônimas (SA) e limitadas (Ltda). Novamente, há o uso de uma dummy que vale 1 se a empresa é limitada e 0 se é sociedade anônima. O uso dessa variável é justificado pela percepção de diferenças no uso de governança corporativa entre essas sociedades. Na sociedade anônima, principalmente de capital aberto, o uso dessa prática se tornou imprescindível para manter a credibilidade da empresa aos olhos do investidor. Já na sociedade limitada, mesmo sendo o tipo societário mais utilizado no Brasil, essa prática é tratada como exceção. A ressalvo de empresas de grande porte, esse conjunto de práticas que, busca alinhar os interesses de sócios, administradores e *stakeholders*, ainda não penetrou de maneira eficiente as demais empresas limitadas.

  Para o credor, a governança corporativa é um fato relevante, pois acarreta mais transparência por parte dos administradores. Diminuindo os custos de agência, espera-se que a propensão à objeção ao plano de reestruturação seja menor em sociedades anônimas do que em sociedades limitadas.

- Tempo de mercado: Variável quantitativa. Medido em anos. É possível pensar que, quanto mais madura uma empresa, mais consolidada e transparente é a sua situação econômica; em comparação, empresas com pouco tempo de mercado normalmente têm crescimentos maiores, porém são mais arriscadas (PEROBELLI, 2007). É possível, então, analisar se os credores enxergam esse risco atrelado ao tempo de mercado; ou seja, quanto mais madura é a empresa, menor a probabilidade do credor entrar com uma objeção ao plano de Recuperação Judicial.
- Passivo trabalhista: Variável quantitativa. Mensurado como porcentagem do passivo total. Chamado também de Classe I, este tipo de passivo possui prioridade absoluta de recebimento, correspondendo aos salários e encargos devidos aos funcionários da empresa. O poder de voto dessa classe configura-se pelo total de seu crédito, independentemente do valor (Art. 51, 11.101/05, Código Civil). Como essa classe possui preferência de recebimento e é a única que se não for atendida pode interferir no patrimônio da pessoa física do administrador da empresa, a chance desses credores entrarem com uma objeção é menor.
- Passivo com garantia real: Variável quantitativa. Mensurado como porcentagem do passivo total. Chamada também de Classe II, esta é a segunda classe com prioridade de recebimento; há a garantia do crédito por uma hipoteca ou penhor, e o limite do recebimento e o poder de voto desse credor são dados pelo limite do valor do bem dado como garantia. Como supracitado, o estudo de Almeida e Campello (2007) afirma que credores de bens intangíveis tendem a dificultar a continuidade do processo de Recuperação Judicial e, portanto, tratando-se de ativos tangíveis como terrenos, máquinas, veículos, entre outros, espera-se que, quanto mais essa classe representar do passivo total, menor serão as chances de objeção pelo credor.
- Passivo Quirografário: Variável quantitativa. Mensurado como porcentagem do passivo total. Chamada também de Classe III, é a última classe em termos de prioridade de recebimento; são credores que não possuem garantia ou preferência em relação ao crédito concedido. O poder de voto dessa classe limita-se ao restante do valor de seu crédito. Como não possuem garantias de recebimento espera-se que, quanto maior a representatividade desse credor no

passivo total, maior é a chance de haver objeção ao plano de Recuperação Judicial.

Considerando o credor um agente racional e utilizando toda a base teórica já explanada na seção de revisão de literatura, é possível prever os prováveis impactos das variáveis escolhidas na propensão à objeção do credor.

A Tabela 1 abaixo mostra o sinal esperado do parâmetro associado a variável independente; o sinal positivo significa que, quanto maior o valor da variável, maior a probabilidade de objeção pelos credores; caso contrário, o sinal negativo indica uma probabilidade menor.

Tabela 1 – Resultados esperados

Variável	Sinal esperado
Indústria	+
Sudeste	-
Ltda	+
Tempo de mercado	-
Passivo Trabalhista	-
Passivo Garantia Real	-
Passivo Quirografário	+

3.3 A base de dados

A base de dados desse trabalho contempla 101 empresas que requereram Recuperação Judicial ou tiveram esta deferida no período compreendido de setembro a novembro de 2012 e abril a julho de 2013, somando um total de sete meses.

Para obter os nomes das empresas foi necessário acompanhar a seção Movimento Falimentar do jornal Valor e, a partir daí, procurar os processos online no Tribunal da Justiça de seus respectivos estados. No processo disponível pode haver o edital com a lista dos credores dividida por tipo de passivo e a declaração de ocorrência de objeção ao plano de Recuperação Judicial; quando não há essas informações é necessária a procura no Diário da Justiça do estado correspondente.

As informações específicas das empresas do Sudeste, como tempo de mercado e setor de atuação, foram retiradas dos arquivos da Junta Comercial do Estado de São Paulo; já

os dados das empresas das demais localidades foram retirados de seus próprios sites ou, em casos específicos, através de ligações telefônicas para a empresa.

Após a coleta de todos os dados as empresas ficaram divididas entre 30 do setor de serviços e 71 do setor da indústria, sendo que a região de maior incidência de Recuperação Judicial é a Sudeste, com predominância no foro Central Cível. A Tabela 2 apresenta a divisão dos dados por região e setor e suas frequências relativas.

Tabela 2 – Empresas divididas por setor e região.

	Sudeste	Outras regiões	
Indústria	56	15	70,3%
Serviços	24	6	29,7%
	69,3%	30,7%	

Essas empresas se dividem entre 89,1% de sociedades limitadas e 10,9% de sociedades anônimas; além disso, pela análise dos dados, a maioria dessas sociedades analisadas possui menos de 12 anos de mercado, o que corrobora o raciocínio de que empresas mais maduras possuem maior poder de barganha com seus credores; ou seja, é possível, por exemplo, elaborar uma reestruturação financeira interna sem necessidade de recorrer ao processo de Recuperação Judicial.

Os passivos disponíveis estão em reais; porém, para não haver um viés da ordem de grandeza os utilizamos no modelo como porcentagem do passivo total. A Tabela 3 e a Tabela 4 mostram algumas medidas estatísticas relevantes para a análise dos dados.

Tabela 3 – Análise descritiva dos passivos em valores absolutos

(em milhares de reais)	Trabalhista	Garantia Real	Quirografário
Média	2.600	21.111	53.527
Mediana	101	65	2.808
Desvio Padrão	12.197	156.236	259.561
Assimetria	Positiva forte	Positiva forte	Positiva forte

Tabela 4 – Análise descritiva dos passivos em valores relativos

(em relação ao passivo total)	Trabalhista	Garantia Real	Quirografário
Média	12,4%	17,1%	65,7%
Mediana	2,3%	5,0%	75,0%
Desvio Padrão	21,8%	24,0%	44,9%
Assimetria	Positiva forte	Positiva leve	Negativa leve

Foi possível perceber que a média em valores absolutos e em relação ao passivo total dos credores trabalhistas é a menor; a possível explicação para isso é que esse passivo é representado basicamente por remunerações a funcionários. Como mais de 70% das empresas são industriais e a mão de obra operária brasileira em média recebe um salário mínimo, a maioria desses credores não representa mais do que 3% de toda a dívida que engloba máquinas, manutenção, galpões, captações, entre outros.

O passivo com garantia real tem uma assimetria mais forte e uma maior dispersão, em termos absolutos de grandeza, que os passivos trabalhistas. O suporte teórico para essa afirmação foi fundamentado pelas conclusões de Perobelli (2007): como a maioria das empresas da base são de pequeno porte e pouco tempo de mercado, elas não possuem imóveis em grande quantidade e valor e, portanto, o total de passivos com garantia real é menor, comparativamente a empresas tradicionais e maduras, a minoria dos dados, que, normalmente, possuem mais de uma loja, fábrica, terreno, entre outros.

Os dados mostram que a classe com valores e representatividade mais alta é a classe III, sendo que a maioria das empresas possui 75% de passivos quirografários. Isso corrobora o raciocínio acima de que a maior parte dos dados disponíveis se refere a empresas que estão em fase de crescimento rápido e captação agressiva para capital de giro, que é financiado usualmente por instituições financeiras classificadas como quirografários, na maioria das vezes.

Os dados sobre objeções ao plano de Recuperação Judicial carregam algumas informações extras que deixam a análise mais detalhada. Em 52,5% dos 101 processos de recuperação analisados houve objeções por parte dos credores. A média de objeções por processo gira em torno de 3, porém, há casos de mais de 20 objeções. A Tabela 5 resume as principais categorias dos credores que entraram com objeção.

Tabela 5 – Objeções divididas por credores

	Nº de objeções	Frequência relativa
Bancos Públicos	45	26,3%
Bancos Privados	80	46,8%
Empresas Públicas	9	5,3%
Empresas Privadas	23	13,5%
Pessoa Física	14	8,2%

Nota-se que mais de 70% das objeções vêm por parte de bancos que representam a maioria da classe quirografária. Portanto, reafirma que, como não possuem garantias de recebimento, quanto maior for a proporção desse passivo, maior será a chance de objeção destes.

É válido ressaltar que as principais limitações da base de dados são a escassez dos dados e a dificuldade de acompanhar o processo na íntegra, pois, para ter acesso ao conteúdo das objeções ou aos acordos feitos com credores é necessário comprovar a participação no processo no Cartório e, portanto, o conteúdo não é acessível ao público. Além disso, há ainda dois problemas relevantes: problema de acessibilidade, que seria a falta de acesso às demonstrações financeiras das empresas, pois muitas são microempresas e não possuem site ou documentos disponíveis ao público; e o problema de demora e atualização do processo, pois alguns processos não apresentam objeções. Porém, isso não significa que em cem por cento desses casos os credores acataram o plano; qualquer demora em uma das fases anteriores à divulgação da lista de credores atrasa as fases seguintes e, portanto, a empresa pode, por exemplo, ainda não ter divulgado seu plano, ou, ainda o site da empresa ou o Tribunal da Justiça podem não estar atualizados.

4 Resultados

Após a estimação do modelo inicialmente proposto temos os seguintes resultados a serem interpretados:

Tabela 6 – Variáveis insignificantes do modelo

Variáveis insignificantes		
	Coeficiente	p-valor
Constante	-0,798492	0,5658
Passivo Garantia Real	-0,657866	0,5468

Tabela 7 – Variáveis significantes do modelo

Variáveis significantes			
	Coeficiente	p-valor	Impacto
Indústria	0,148085	0,0203	0,159611459
Sudeste	-1,971713	0,0045	0,860781829
Ltda	1,567807	0,0308	3,796118764
Tempo de mercado	-0,051709	0,0304	0,050394838
Passivo trabalhista	-1,610479	0,0767	0,800208109
Passivo quirografário	0,896309	0,0566	1,45054145

A Tabela 6 representa as variáveis que foram verificadas insignificantes no modelo. A insignificância do passivo garantia real indica, em termos gerais, que um aumento na representatividade dessa classe em relação ao total não influencia a chance de objeção do credor. De acordo com as hipóteses usadas sobre a tangibilidade dos ativos esse resultado é questionável, pois essa variável seria relevante no processo de decisão do credor. Apesar disso, Taddei (2010) explica alguns pontos a serem considerados possíveis argumentos a esse resultado: esses credores possuem o direito de voto na classe II até o limite do valor do bem dado como garantia e votam na classe III pelo valor que excede o limite dessa garantia. É muito provável que eles levem em consideração o fato de não existir garantias sobre o recebimento desse valor em excesso e, por isso, é possível que essa classe de credor entre com uma objeção na classe III. Portanto, o relevante para influenciar a propensão à objeção do credor seria o aumento da proporção do passivo quirografário e não o de garantia real.

Pode-se inferir que a chance do credor entrar com uma objeção contra não entrar é 15% maior quando a empresa atua no setor industrial do que quando atua no setor de

serviços, amparado pelo ICI (Índice de Confiança na Indústria) que se encontra em trajetória decrescente nesse período. Além disso, essa chance aumenta de forma discrepante quando a empresa é uma sociedade limitada em relação à sociedade anônima, demonstrando a relevância das práticas de governança corporativa dentro das empresas, pois a diminuição dos custos de transação diminui também a chance de possíveis conflitos de interesse entre os acionistas e os credores (LANCELLOTTI, 2010).

A região Sudeste engloba quase 50% das empresas do Brasil, desde microempresas a grandes multinacionais, que giram a economia dessa região. Em termos jurídicos e políticos, ainda que haja muitos problemas de corrupção, violência, falta de mão de obra para o andamento de processos, comparativamente às outras regiões do Brasil, pode-se dizer que é uma das mais estáveis. É possível afirmar, então, que a probabilidade de um credor entrar com uma objeção em relação a não entrar diminui 86% quando a empresa é do Sudeste, comparativamente com as outras regiões.

Pelo modelo, pode-se inferir que os credores enxergam o risco atrelado ao tempo de mercado, ou seja, apesar de taxas de crescimento elevadas, as empresas mais recentes são mais arriscadas financeiramente, principalmente quando há uma dívida (PEROBELLI, 2007). Sendo assim, para cada ano a mais de mercado a propensão à objeção do credor ao plano diminui 5% em relação à não objeção.

Os passivos trabalhistas e quirografários influenciam a variável resposta em direções opostas como a Tabela 7 apresenta. A dicotomia de comportamento está ligada à garantia de recebimento de crédito das duas classes. A primeira, além da garantia no processo, possui toda uma base e suporte no que diz respeito aos direitos trabalhistas; a segunda, que na maioria das vezes é formada por bancos e empresas, não possui prioridade ou garantia de recebimento. Portanto, para cada ponto percentual de aumento na proporção desses em relação ao passivo total, a chance de um credor entrar com uma objeção contra não entrar diminui 80% no caso do passivo ser trabalhista, e aumenta 145% no caso do passivo ser quirografário, corroborando a análise descritiva feita na seção anterior.

É válido ressaltar as limitações desses resultados causadas pela pequena quantidade de dados na amostra. Todas as interpretações assumem a premissa de *ceteris paribus* e o nível de confiança usado foi de 90%.

5 Conclusão

Através dos resultados obtidos foi possível alcançar o objetivo proposto e analisar os fatores que influenciam na tomada de decisão do credor quando este está diante de um plano de Recuperação Judicial.

Os custos de transação embutidos na relação entre o credor e o acionista da empresa aumentam a assimetria de informações, os conflitos de interesse e os efeitos de seleção adversa. Sendo assim, esses conceitos foram imprescindíveis para a análise dos dados.

Conclui-se, por fim, que características que de alguma forma tentam diminuir os custos de transação aumentando a transparência e diminuindo o risco atrelado à empresa são norteadoras das decisões dos credores. Por isso, as práticas de governança corporativa, a confiança no setor da economia em que a empresa atua, a estabilidade econômica, política e jurídica da região em que opera, a maturidade do negócio e as garantias de recebimento são fatores que diminuem a probabilidade do credor entrar com uma objeção ao Plano de Recuperação Judicial.

Referências

ALMEIDA, H. Campello M. **Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Ivestment.** Oxford Journals, 2007.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. 2ª ed. São Paulo, Saraiva, 1969, 255 p.

BAROSSI FILHO, M. **As assembleias de credores e plano de recuperação de empresas: uma visão em teoria dos jogos**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Vol.137, 2011, p. 233-238.

BAROSSI FILHO, M. **Economic Analysis of Law Review**, Vol. 2, nº 1, Jan-Jun 2011, p. 30-40.

BERANEK, W., Boehmer, R., Smith, B., **Absolute priority deviations in chapter 11.** Financial Management, 1996.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito societário e a nova lei de falências e recuperação de empresas.** São Paulo, Quartier Latin, 2006. 414 p.

CFA, Conselho Federal de Administração. **Recuperação Judicial de empresas: Guia prático.** Brasília, 2011.

COASE, Ronald H. **The problem of social cost.** Journal of Law and Economics, Chicago, 1960.

ESTADÃO, Jornal. **Somente 1% das empresas sai da Recuperação Judicial no Brasil.** Acesso pela plataforma online: 15 out. 2013.

EXAME, Revista. **Pedidos de falência e Recuperação Judicial crescem.** Acesso pela plataforma online: 17 nov. 2013.

JENSEN, C., Meckling, W. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** 1976.

KIMURA, H. Lintz, A., Suen, A., **Uma contribuição da teoria de opções para a avaliação dos custos máximos de agencia.** Caderno de pesquisas em administração, Vol. 1, São Paulo, 1998.

LANCELLOTTI, Renata Weingrill. **Governança Corporativa na Recuperação Judicial**: lei nº 11.101/2005. Rio de Janeiro, Elsevier, 2010, 225 p.

LEI 11.101, **Código Civil** Casa Civil Presidência da República. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11101.htm>. Acesso em: 20 set. 2013.

LUCCA, N. De, Simão Filho, A. **Comentários à nova lei de recuperação de empresas e falência.** São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 15 -25.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de Direito Comercial e da Empresa**. 8ª edição, São Paulo, Saraiva, 2013, 736 p.

OLIVEIRA, Fátima Bayma. **Recuperação de Empresas: Uma múltipla visão da Nova Lei**. São Paulo, Pearson, 2006, 130 p.

PACHECO, José da Silva. **Processo de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência.** 3ª Edição, Rio de Janeiro, Editora Forense, 2009, 506 p.

PEROBELLI, F., Jornal Gv Executivo (2007). **Mercado de Capitais.** Acesso pela plataforma online: 10 fev. 2013.

ROSS,A., Westerfield, W. Jaffe, F. **Administração Financeira.** 2ª Edição traduzida, São Paulo, Editora Atlas, 2008, Capítulo 21 e 31.

SARAMAGO, Manuel. **Falência, recuperação judicial e recuperação extrajudicial do empresário e da sociedade empresária, segundo a Lei nº 11.101, de 09.02.2005**. Palestra proferida em 23/11/2006, na Escola Judicial Desembargador Edésio Fernandes - Tribunal de Justiça de Minas Gerais.

SOUSA, Alexandre Orizzo Franco de. **O Conceito de sociedade e a teoria do Contrato Plurilateral aplicados à Comunhão de Credores nos processos de Recuperação Judicial e Falência.** São Paulo, 2010, 139 p. Tese de Mestrado LLM Direito Societário VII, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2010.

TADDEI, Marcelo Gazzi. **Alguns aspectos polêmicos da recuperação judicial**. In: Âmbito Jurídico, Rio Grande, XIII, n. 77, jun 2010.

WEISS, A. **Bankruptcy dissolution: direct costs and violation of priority claims** Journal of Financial Economics, 1990.

WRUCK, K. **Financial distress: reorganization and organization efficiency.** Journal of Financial Economics, 1990, p.425.