

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO**  
**FECAP**  
**CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO**  
**MESTRADO PROFISSIONAL DE ADMINISTRAÇÃO**

**RAFAEL ANDRADE DE CAMARGO**

**A ESCOLHA ENTRE RECUPERAÇÃO JUDICIAL OU  
EXTRAJUDICIAL EM PROCESSOS DE REESTRUTURAÇÃO  
DE DÍVIDA NO BRASIL**

**São Paulo**

**2019**

**RAFAEL ANDRADE DE CAMARGO**

**A ESCOLHA ENTRE RECUPERAÇÃO JUDICIAL OU EXTRAJUDICIAL  
EM PROCESSOS DE REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDA NO BRASIL**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva**

**São Paulo**

**2019**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva  
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho  
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia  
Pró-reitor de Pós-Graduação

### FICHA CATALOGRÁFICA

C172e	<p>Camargo, Rafael Andrade de</p> <p>A Escolha Entre Recuperação Judicial ou Extrajudicial em Processos de Reestruturação de Dívida no Brasil / Rafael Andrade de Camargo. - - São Paulo, 2019.</p> <p>34 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva.</p> <p>Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração com Ênfase em Finanças.</p> <p>1. Administração Financeira. 2. Sociedades comerciais – Reorganização –Brasil. 3. Recuperação da empresa - Brasil.</p> <p style="text-align: right;"><b>CDD 658.15</b></p>
-------	---

Bibliotecário responsável: Elba Lopes, CRB- 8/9622

**RAFAEL ANDRADE DE CAMARGO**

**A ESCOLHA ENTRE RECUPERAÇÃO JUDICIAL OU EXTRAJUDICIAL EM  
PROCESSOS DE REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDA NO BRASIL**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**COMISSÃO JULGADORA:**

---

**Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva**

**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

---

**Prof. Dra. Claudia Emiko Yoshinaga**

**Fundação Getúlio Vargas - FGV**

---

**Prof. Vinicius Augusto Brunassi Silva**

**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

**Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, 22 de Agosto de 2019**

## **Dedicatória**

Quero agradecer ao meu orientador Prof. Vinicius Augusto Brunassi Silva pelos conselhos, orientações e inspiração pelo tema. Seu auxílio foi essencial para o desenvolvimento dessa dissertação. Quero agradecer também a todos os professores do curso de mestrado profissional da Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, em especial ao Prof. Humberto Gallucci.

Agradeço também a *Serasa Experian* pela disponibilização da base de dados para que esse pequeno avanço no conhecimento sobre processos de reestruturação de dívidas pudesse ser realizado.

Aos meus pais e a toda minha família pelo exemplo e dedicação.

## **A Escolha Entre Recuperação Judicial ou Extrajudicial em Processos de Reestruturação de Dívida no Brasil**

**Rafael Andrade de Camargo**

Mestre em Administração

E-mail: [rafaelandrade75@yahoo.com.br](mailto:rafaelandrade75@yahoo.com.br)

### **Resumo**

A nova lei de recuperação de empresas editada em 2005 no Brasil permitiu a escolha entre a recuperação judicial (RJ) ou a recuperação extrajudicial (RE) em processos de reestruturação de dívida de empresas. O objetivo deste trabalho é analisar as principais características das empresas que entraram em reestruturação e quais os impactos da escolha do tipo de processo em uma eventual decretação de falência da empresa. Este estudo também visa identificar quais os fatores determinantes que levam as empresas a escolher entre os processos de RJ ou RE considerando informações de demonstrativos financeiros de anos anteriores ao pedido de recuperação. Para isso, foram estimados modelos *probit* com dados de empresas que optaram por um dos processos a partir do ano de 2005. Os resultados sugerem que características como Tamanho, Performance, Custo de Dívida, e o fato da empresa ter solicitado o pedido de recuperação em períodos de crises econômicas tem relação com a probabilidade da escolha por um dos processos.

**Palavras-Chave:** Recuperação Judicial; Recuperação Extrajudicial; Reestruturação de dívida.

### **Abstract**

The new Business Recovery Act, (2005), allowed the choice between court and out-of-court decision in debt restructuring processes. The objective of this research is to analyze the main characteristics of the companies that have entered into a restructuring and what are the impacts of the choice of the process in an eventual decree of bankruptcy of the company. This study also aims to identify the determinants that lead companies to choose between the court or out-of-court processes considering financial statement information from years prior to the recovery request. For this, probit models were estimated with data from financial statements of companies that opted for one of the processes as of 2005. Studies on corporate debt restructuring processes have not yet been extensively explored in Brazil. The results suggest that certain company characteristics such as Size, Performance, Cost of Debt, and the fact that the company requested the recovery in times of economic crisis are related to the probability of choosing one of the processes.

**Keywords:** Debt restructuring; court and out-of-court

## 1 Introdução

O papel da legislação sobre falência de empresas e o ambiente jurídico que se encontram, estão profundamente ligados à atividade empresarial. Ter um processo claro e estruturado que possibilite a efetiva e eficaz recuperação de empresas em dificuldades financeiras é extremamente relevante não apenas para a economia, mas para a sociedade como um todo. Segundo Wruck (1990) uma empresa se encontra em dificuldades financeiras (*financial distress*) quando seu fluxo de caixa é insuficiente para honrar suas obrigações correntes.

No ano de 2005, o Brasil editou a nova lei de recuperação judicial (Lei nº 11.101/2005) onde empresas podem reestruturar suas dívidas utilizando um processo sob supervisão de um tribunal de falências, a chamada recuperação judicial (RJ), ou propor e negociar diretamente com os credores um plano de recuperação extrajudicial (RE). Destacando informações como: a quantidade por tipo de processo (RJ e RE), a verificação se cada tipo de processo evitou ou não a falência da empresa em períodos posteriores e quais são as principais características das empresas que os utilizaram. Este trabalho analisa as principais diferenças entre os processos e como as empresas os tem utilizado desde a promulgação da nova lei.

Um destaque deste trabalho é a utilização de uma base de dados que contém todas as empresas que utilizaram os processos no período entre 2005 e 2018 e suas respectivas demonstrações financeiras. São empresas de diversos portes, segmentos e de todas as regiões do país, também incluindo empresas de capital fechado. Como produto de um Mestrado Profissional, o presente estudo contribui para a literatura atual que utiliza exclusivamente dados de grandes empresas listadas na Bolsa de Valores, que não representam a realidade empresarial brasileira.

Estudos empíricos como, Asquith, Gertner e Scharfstein (1994), Gilson, John e Lang (1990) e Yost (2002), buscam explicar as razões da escolha por um dos processos de reestruturação pelas empresas. Basicamente, a alternativa que apresentar menor custo será a melhor escolha da forma de reestruturação. No entanto, não é fácil identificar qual dos processos será menos dispendioso para os *stakeholders*. Alguns atritos de mercado podem levar a custos diferentes de acordo com a situação de cada empresa. Assimetria informacional e conflitos de interesse desempenham um papel importante neste processo. (Giammarino, 1989).

De acordo com Gilson et al. (1990) e Chatterjee, Sris, Dhillon e Ramírez (1996), a escolha entre a decisão judicial ou extrajudicial pode estar relacionada às condições de desempenho, liquidez e estrutura de capital presentes na empresa antes do aceite do plano de reestruturação.

Apesar de existirem estudos sobre fatores determinantes de reestruturação há mais de 10 anos na literatura internacional, esse ainda é um tópico pouco explorado no Brasil, devido à dificuldade de encontrar dados de empresas que passaram pelos processos. Principalmente, pela recuperação extrajudicial.

Espera-se que sejam beneficiados por este trabalho empreendedores, executivos, acionistas, consultores e professores que tenham interesse nas seguintes questões:

1 - Quais são os fatores determinantes que levam uma empresa a escolher entre RJ ou RE em processos de reestruturação de dívida?

2 - Características da empresa como performance, liquidez e estrutura de capital influenciam na escolha entre RJ ou RE em processos de reestruturação de dívida?

Os resultados sugerem que características como tamanho, performance, custo da dívida e o fato de a empresa ter solicitado o pedido de recuperação em períodos de crise, tem relação com a probabilidade de escolha entre os processos de recuperação judicial ou extrajudicial.

Este estudo está dividido da seguinte forma: Primeiramente, é apresentada a revisão de literatura internacional e brasileira sobre processos de recuperação judicial e extrajudicial, incluindo os principais conceitos da nova lei de recuperação. Também são brevemente apresentados o caso da recuperação judicial da empresa Oi S.A e da recuperação extrajudicial da empresa Lupatech. Em seguida, são apresentados os aspectos mais relevantes da base de dados e a metodologia utilizada. Por fim, são apresentadas as considerações finais do estudo realizado.

## **2 Revisão de Literatura**

Inicialmente será apresentada uma revisão dos principais trabalhos referentes a recuperação judicial e extrajudicial, da literatura acadêmica brasileira e internacional. Em seguida, será apresentada uma breve revisão sobre a nova lei de falências, destacando as principais diferenças entre as modalidades de reestruturação de dívida. Por fim, serão apresentados casos reais de utilização dos processos.

### **2.1 Literatura sobre recuperação judicial e extrajudicial**

Desde os trabalhos de Gilson et al. (1990) e Gilson, Hotchkiss e Ruback (2000), foi possível distinguir as características das empresas que solucionam dificuldades financeiras por meio de negociações privadas com credores ao invés de procedimentos judiciais tradicionais. Maior proporção de ativos intangíveis sobre o ativo total, um menor número de credores e predominância

de dívidas bancárias explicaram a escolha de recuperação extrajudicial como uma opção para empresas em dificuldades. Os autores reconhecem que as recuperações dependem de como as disputas do valor da empresa são resolvidas. As empresas que optam por uma reestruturação extrajudicial geralmente têm uma estrutura de capital menos complexa.

Myers (1977) explora a possibilidade de expropriação em benefício de credores, na qual eles direcionam o fluxo de caixa após a reestruturação para seus próprios interesses. Portanto, diversas condições devem ser consideradas para formular o plano de reestruturação, pois podem afetar a escolha de opção da reorganização. Outras pesquisas apontaram evidências a favor do desempenho, liquidez e problemas de coordenação com os credores.

Por exemplo, empresas norte-americanas que buscam a tradicional reestruturação por meios judiciais, apresentam níveis mais baixos de desempenho dentro do setor de atuação, menor liquidez, maiores problemas de coordenação entre os credores e maior possibilidade de *creditor holdout*. A escolha para reestruturação extrajudicial parece ser o oposto. *Creditor holdout* são credores que estão em posição de bloquear a reestruturação para extrair benefícios adicionais para si próprios.

Uma análise de 169 empresas americanas de capital aberto em dificuldades financeiras foi feita por Gilson et al. (1990). Eles descobriram que 47% das empresas reestruturaram sua dívida extrajudicialmente e 53% por vias judiciais. O percentual de empresas que acabaram por decretar falências após o processo de reestruturação independente do processo utilizado foi de 52,7%. Além disso, mostraram que as opções por negociação privada são mais comuns quando a empresa tem menos classes de dívida distintas.

Chatterjee et al. (1996) indicam que a escolha pela opção de reestruturação judicial ou extrajudicial são determinadas pela liquidez, alavancagem, nível de dificuldade econômica e problemas de coordenação dos credores. Um estudo semelhante realizado por Yost (2002) apontou deficiências devido à variedade de fontes de dados utilizada.

Segundo Yost (2002), performance, liquidez, estrutura de capital e o papel dos gestores têm uma forte relação com as escolhas de reestruturação. As empresas preferem escolher a reestruturação judicial na presença de assimetria de informação, uma vez que os custos decorrentes da negociação privada podem ser maiores na presença de incerteza. Yost (2002) investigou uma terceira possibilidade de escolha de reestruturação para empresas, chamada de *prepackaged*

*bankruptcy*. Este tipo de alternativa de reestruturação encontra-se entre a judicial e extrajudicial, porém não está prevista na lei brasileira.

Com uma amostra de 174 empresas que foram reestruturadas entre 1988 e 1999, o autor descobriu que a performance das empresas parece ser o principal fator de escolha da reestruturação corporativa. Uma grande quantidade de contratos de dívida de longo prazo também ajuda a explicar a escolha privada. Além disso, o estudo confirmou que empresas que entraram na reestruturação judicial se mostraram mais alavancadas do que empresas que decidiram por uma reestruturação extrajudicial. Não há evidências do papel dos gestores na decisão de reestruturação.

A performance tem sido considerada um importante fator nas escolhas de reestruturação das empresas, devido à maior proporção de receita operacional em relação ao total de ativos no ano anterior ao evento de recuperação. Gilson et al. (1990) argumentam que as empresas que pertencem a setores com maiores market-to-book e maior proporção de receita operacional em relação aos ativos totais são mais propensas a se reestruturar extrajudicialmente. Yost (2002) corrobora esse resultado.

Restrições de liquidez podem conduzir as empresas a um processo de recuperação judicial. Tanto o Capítulo 11 da lei de falências americana e a nova Lei de falências brasileira impõe uma suspensão automática que impede os credores de cobrar suas dívidas ou encerrar suas garantias até que o processo de reestruturação seja finalizado. Essa suspensão automática faz com que todos os litígios contra os devedores permaneçam no tribunal até a resolução da reestruturação. Os devedores devem propor um plano para ser aprovado e conduzir a estratégia de reorganização, caso contrário, a empresa é liquidada (Ponticelli, 2012).

Existem preocupações fundamentais em relação à estrutura de capital como um possível determinante da escolha da reestruturação. As empresas que apresentam grande número de credores podem encontrar facilidades de reestruturação nos tribunais em razão do agrupamento homogêneo de credores. O Capítulo 11 separa os credores em classes de acordo com suas reivindicações e requer aprovação do plano pela maioria dos credores de cada grupo. Isso ajuda a reduzir os problemas de coordenação, uma vez que existe uma menor heterogeneidade entre os credores. Funchal e Clovis (2009) testam o impacto das mudanças na prioridade dos credores previstas na Lei 11.101 sobre a estrutura de capital da empresa. Eles fornecem uma comparação da estrutura de capital da empresa brasileira antes e depois da lei e encontraram evidências de um aumento na proporção de dívida na estrutura de capital.

A possibilidade de rejeição de um plano de reestruturação, mesmo quando é claramente vantajoso para toda a empresa, torna a resolução do problema financeiro um pouco mais difícil. Obviamente, esse tipo de problema é mais provável em empresas com um grande número de credores, mas não é a única condição. Gertner e Scharfstein (1991) argumentaram que os problemas de coordenação entre os credores podem induzir ineficiências de investimento no processo de recuperação.

O problema do *Creditor Holdout* pode ser reduzido por meio de exigências de voto menos rigorosas, procedimento que pode ser alcançado em reestruturações judiciais. Portanto, as empresas que enfrentam maior possibilidade de problemas de *holdout* e coordenação devem optar pela reorganização judicial. McConnel e Servaes (1991) e Tashjian, Lease e McConnel (1996) explicam que o *prepackaged plan* parece ser uma ferramenta para lidar com os *holdouts*. Assim como o Capítulo 11 da Lei de falências americana, o código de falências brasileiro apresenta quatro classes de credores (trabalhista, com garantia, quirografária e microempresas) para aprovar ou recusar o plano de reestruturação, embora um juiz tenha a prerrogativa de impor o plano de acordo com sua própria análise. Além disso, as regras de prioridade de falência colocam uma ordem de exigência de reivindicações que os credores devem seguir.

Conforme trabalhos anteriores apontados acima, este estudo pretende analisar a probabilidade de escolha entre recuperação judicial ou extrajudicial no Brasil após a nova lei de falências. A Figura 1 resume os sinais esperados dos fatores determinantes para a escolha do tipo de reestruturação corporativa com base no referencial teórico e nas relações encontradas na literatura.

VARIÁVEIS	RECUPERAÇÃO JUDICIAL	RECUPERAÇÃO EXTRAJUDICIAL
MELHOR PERFORMANCE/DESEMPENHO		
MAIOR PROPORÇÃO DE ATIVOS INTANGÍVEIS SOBRE O ATIVO TOTAL		
ESTRUTURA DE CAPITAL MENOS COMPLEXA		
ALTA LIQUIDEZ		
BAIXA COORDENAÇÃO COM CREDITORES		
ALTA ALAVANCAGEM		

**Figura 1.** Fatores determinantes por tipo de reestruturação – Sinais esperados.

A Figura 1 mostra que empresas que apresentam melhor performance, liquidez, maior proporção de ativos intangíveis sobre o ativo total e uma estrutura de capital menos complexa no período da recuperação, têm maior probabilidade de escolher a opção extrajudicial. Indicadores mais fracos de desempenho e liquidez estão relacionados à reestruturação judicial. Além disso, maiores problemas de coordenação com os credores e alavancagem estão relacionados à reestruturação judicial. Empresas em situação oposta são mais propensas a escolher a opção extrajudicial.

## **2.2 A nova lei de falências brasileira**

A antiga legislação que regulava procedimentos de falências no Brasil foi promulgada em 1945. Conhecida como “Concordata”, a lei previa a reorganização e liquidação de empresas em dificuldades financeiras. Contudo, na prática o processo de insolvência era ineficiente. Além de lento e apresentar alto custo, não respeitava a maximização do valor dos ativos da empresa e tampouco a devida proteção aos credores em caso de liquidação, principalmente devido a preferência oferecida aos direitos trabalhista e fiscal.

A nova lei de falências começou a vigorar no Brasil em junho de 2005, com o objetivo de oferecer melhores condições para a reestruturação e preservação de empresas em dificuldades financeiras. Seus princípios fundamentais estão expostos no artigo nº 47 da Lei 11.101/2005, sendo eles, a preservação da empresa, a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores, dos interesses dos credores e da própria sociedade. O texto da lei é claro nesses pontos:

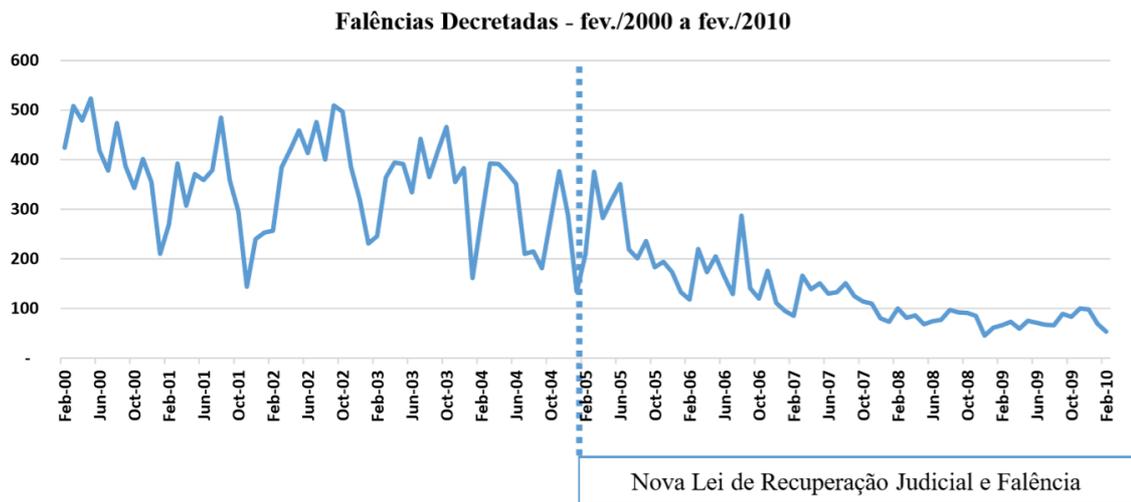
*Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.*

Araujo e Funchal (2009) estudando os primeiros efeitos da nova lei encontraram uma forte redução no número de requerimentos e falências em 50% e 46%, respectivamente, em relação ao ano anterior, considerando todo o território nacional.

O indicador da quantidade de falências decretadas, publicado pela Serasa Experian® aponta na mesma direção. No período de 5 anos que antecederam a nova lei, o número de falências

decretadas foi de 21.294. Esse mesmo indicador apresentou 8.197 casos de falência nos 5 anos após a implementação nova lei, ou seja, uma redução de aproximadamente 62%

A quantidade de falências decretadas entre fev./2000 e fev./2010 é ilustrada na Figura abaixo:



**Figura 2.** Quantidade de falências decretadas entre fev./2000 e fev./2010.

Os principais motivos apontados para essa redução foram: (1) Apenas os credores elegíveis a requerer a falência da empresa são aqueles que constituem dívidas somando mais de 40 salários-mínimos. (2) A revisão da ordem de pagamento dos credores, oferecendo assim mais proteção aos credores. (3) A criação da Assembleia Geral dos Credores para a avaliação e eventual aprovação do plano de recuperação. (4) A permissão do devedor negociar diretamente com os credores o pagamento das dívidas.

A partir da nova lei, empresas em situação de crise econômico-financeira podem optar por dois processos distintos para sua reestruturação. A recuperação judicial é o processo realizado sob a condução e controle do Poder Judiciário, onde a recuperação é programada e decidida pelos diferentes tipos de credores através de votação.

Uma vez que a empresa decide entrar em recuperação judicial, alguns passos devem ser seguidos:

1º - A empresa deverá apresentar o plano de reorganização em juízo no máximo em até 60 dias do pedido de recuperação.

2º - Qualquer credor poderá manifestar alguma objeção ao plano. Nesse caso, o juiz convocará a assembleia geral de credores para deliberar sobre o plano, que deve acontecer em até 150 dias do pedido de recuperação.

3º - Os credores são divididos em quatro classes (trabalhistas, com garantia real, quirografários e microempresa ou empresa de pequeno porte) e votam para aceitação, rejeição ou postergação do plano para eventuais mudanças. Caso o plano não seja aceito, o juiz decretará a falência da empresa.

A recuperação extrajudicial é outra modalidade prevista na nova lei, onde a empresa apresenta o plano de reestruturação e negocia suas dívidas diretamente com os credores no âmbito privado. Esse tipo de plano, pode ou não ser homologado judicialmente. Caso seja homologado, o juiz ordenará a publicação de edital no órgão oficial e em jornal de grande circulação nacional convocando todos os credores do devedor para apresentação de suas impugnações. Os credores terão prazo de 30 dias, contados da publicação do edital, para impugnarem o plano. Decorrido o prazo para a impugnação, será aberta oportunidade para o devedor se manifestar dentro de 5 dias. Encerrado esse prazo de defesa, o juiz também em 5 dias decidirá acerca da homologação ou não, do plano de recuperação.

Em linhas gerais, a recuperação extrajudicial é um acordo celebrado entre o devedor e seus credores para negociar as dívidas da empresa. (Nascimento, 2005).

Aqui os credores também são divididos em classes de acordo com o crédito que possuem (com garantia, com privilégio e quirografários). Estão fora da recuperação extrajudicial os credores trabalhistas e fiscal. O plano pode ser imposto a outros credores que não acataram a proposta, desde que mais de 3/5 (60%) dos credores que representam uma das classes o aceitem.

Como na recuperação judicial, as principais causas da recuperação extrajudicial são a preservação da empresa e do interesse social em sua continuidade. A Tabela 1 exemplifica as principais diferenças entre os processos.

Tabela 1  
**Principais diferenças entre os processos de RJ e RE.**

Tema	Principais diferenças entre Recuperação Judicial e Extrajudicial	
	Recuperação Judicial	Recuperação Extrajudicial
Requisitos para utilização do processo de recuperação	1 – Exercer atividades há mais de 02 anos. 2 - Não ser falido e, se o foi, estejam declaradas extintas, por sentença transitada em julgado, as responsabilidades daí decorrentes; 3 - Não ter, há menos de 05 anos, obtido concessão de recuperação judicial; 4 - não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos nesta Lei”.	1 - Exercer atividades há mais de 02 anos. 2 - Não ser falido e, se o foi, estejam declaradas extintas, por sentença transitada em julgado, as responsabilidades daí decorrentes; 3 - Não ter, há menos de 02 anos, obtido concessão de recuperação judicial; 4 - não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos nesta Lei”.
Homologação do plano por um Juiz	Obrigatório	Opcional
Presença de administrador judicial	Obrigatório	Opcional
Prazos	1 - 60 dias para apresentação do plano. 2 - 150 dias para a deliberação do plano pela Assembleia de credores.	30 dias para a impugnação do plano por parte dos credores.
Inclusão de credores trabalhistas	Obrigatório	Proibido
Custos médios para a empresa	Maior	Menor
Alienação de bens por parte da empresa em recuperação	Proibido	Autorizado
Suspensão da eventual ação de falência	Sim	Não
Período de suspensão de ações, execuções, prescrições contra a empresa em recuperação	180 dias	Não existe
Validade de comprimento do Plano	2 anos	Não existe
Em caso de não aceitação ou não cumprimento do plano	Decretação de Falência	Não acontece a falência
Requisitos para aprovação do plano	Aprovação pela maioria da Assembleia de Credores	Aprovação de 3/5 dos credores contemplados no plano

Segundo Santos (2008), a recuperação extrajudicial deve ser sempre a primeira opção do devedor, pois apresenta menor custo já que pressupõe uma situação financeira e econômica compatível com uma renegociação parcial, envolvendo credores selecionados, com os quais o devedor propõe novas condições de pagamento.

Em suma, a lei busca uma melhor eficiência judicial, e segundo Claessens e Klapper (2005) maior eficiência judicial e direitos mais fortes aos credores estão associados a um maior uso de planos de recuperação de dívida.

### **3 Casos de processos de reestruturação de dívida**

Para ilustrar melhor sobre a nova lei de falências e suas repercussões na atividade econômica das empresas, serão apresentados dois processos de recuperação judicial e extrajudicial. Cada um com suas especificidades e desfechos diferentes.

#### **3.1 Recuperação judicial da empresa Oi**

A Oi protagonizou o maior pedido de recuperação judicial da história brasileira. A empresa apresentava 64 bilhões de dívidas a serem negociadas com cerca de 55 mil credores. De acordo com Gilson (1990) e Funchal (2008), empresas com estrutura de capital complexa e maior número de credores tendem a escolher a opção judicial de reorganização. A Oi é a quarta maior empresa em telefonia móvel do país e a primeira em telefonia fixa com mais de 70 milhões de clientes.

O pedido de RJ foi protocolado em 20 de junho de 2016 na 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. Em setembro de 2016 a primeira versão do plano de recuperação foi apresentada, tendo sido aprovada pela Assembleia de Credores apenas em 19 de dezembro de 2017. Esse foi o primeiro caso no Brasil que se verificou a prorrogação do período de 180 dias de suspensão de execuções contra a empresa previstos na Lei 11.101/2005 para a deliberação do plano.

Os principais pontos do plano aprovado foram: (1) A conversão da dívida até o limite de 75% do capital da empresa, para que os credores efetivamente adquirissem a Oi. (2) A redução de 50% da dívida financeira em até 2 anos. (3) Aporte de R\$ 4 bilhões de novos recursos por credores e acionistas e possibilidade de capitalização de R\$ 2,5 bilhões via mercado de capitais. (4) Pagamento de dívidas trabalhistas em 5 parcelas, pagamento da dívida com a Anatel em 20 anos, pagamento do BNDES em 15 anos e pagamento da dívida com bancos em 17 anos.

O processo de recuperação da Oi foi considerado bem-sucedido. Em 2018 a empresa investiu R\$ 6 bilhões em sua operação e apresentou um lucro líquido de R\$ 24,5 bilhões. Em 2019, as corretoras e bancos de investimento voltaram a colocar o nome da Oi na lista de recomendações positivas para compra de ações.

#### **3.2 Recuperação extrajudicial da empresa Lupatech**

A Lupatech é líder no segmento de válvulas industriais para a indústria de Petróleo e Gás.

No dia 17 de fevereiro de 2014 a companhia ajuizou um plano de recuperação extrajudicial aos titulares de bônus perpétuos da empresa na comarca de Nova Odessa no Estado de São Paulo, onde fica a sede da empresa.

De acordo com o plano, os credores deveriam receber US\$ 298 milhões, sendo que 85% desses recursos viriam de ADRs que seriam emitidos nos EUA e os outros 15% permaneceriam como dívida com juros de 3% ao ano. Além disso, os detentores de debêntures receberiam R\$ 383 milhões, sendo que 85% desses recursos viriam de emissões de novas ações por meio de capital privado e 15% em novas debêntures. A empresa ainda afirmou que haveria uma extensão de prazos das dívidas com bancos.

A empresa informou que a adesão do plano por parte dos credores foi de 84,97%, não havendo nenhuma objeção. Sendo assim, o plano de recuperação extrajudicial foi homologado pela Justiça em 23 de julho de 2014, cerca de 4 meses após o pedido de reestruturação.

## 4 Dados e Metodologia

### 4.1 Análise dos dados

Os dados utilizados nessa pesquisa foram coletados na base de dados da Serasa Experian®. Entre o período de 06/2005 e 10/2018, o número total de empresas que passaram por um processo de reestruturação de dívida foi de 11.086. Estou considerando informações de planos de recuperação de empresas de capital aberto e fechado e de diversos tamanhos.

Na tabela 2, são apresentadas as principais informações sobre a base de dados disponível.

Tabela 2

**Número de empresas que entraram com solicitação de RJ ou RE e falências decretadas entre 06/2005 e 10/2018.**

TIPO DE PROCESSO	TIPO DE EMPRESA	NÚMERO DE EMPRESAS	FALÊNCIAS DECRETADAS	% FALÊNCIAS DECRETADAS
<b>RECUPERAÇÃO JUDICIAL</b>	Grande Porte	1.575	294	18,7%
	Médio Porte	3.182	620	19,5%
	Pequeno Porte	6.197	1.153	18,6%
	Instituição Financeira	2	-	-
	Não atribuído	1	-	-
	<b>Total</b>	<b>10.957</b>	<b>2.067</b>	<b>18,9%</b>
<b>RECUPERAÇÃO EXTRAJUDICIAL</b>	Grande Porte	42	1	2,4%
	Médio Porte	31	3	9,7%
	Pequeno Porte	54	1	1,9%
	Instituição Financeira	2	1	50,0%
	Não atribuído	-	-	-
	<b>Total</b>	<b>129</b>	<b>6</b>	<b>4,7%</b>

Do volume total de empresas que entraram com algum pedido de recuperação, 99% delas optaram pela recuperação judicial. Porém, 18,9% dessas empresas decretaram falência após a reestruturação. Apesar do baixo volume de empresas que optaram pela recuperação extrajudicial, essa parece ser uma opção mais eficiente para evitar a falência de empresas, já que apenas 4,7% das empresas decretaram falência após a data do pedido. Esses resultados são bem diferentes dos achados por Gilson et al. (1990) no mercado americano, onde 47% das empresas reestruturaram sua dívida extrajudicialmente e 53% por vias judiciais. O percentual de empresas que acabaram por decretar falências após o processo de reestruturação independente do processo utilizado foi de 52,7%.

A tabela abaixo mostra a diferença entre os períodos do pedido de recuperação judicial e o decreto de falência das empresas.

Tabela 3

**Número de empresas que decretaram falência após o pedido de RJ entre 06/2005 e 10/2018.**

TIPO DE PROCESSO	PERÍODO ENTRE O PEDIDO E A FALÊNCIA	PORTE	Nº DE EMPRESAS	% DE EMPRESAS POR PORTE
<b>RECUPERAÇÃO JUDICIAL</b>	Até 60 dias	Pequeno Porte	31	49%
		Médio Porte	20	32%
		Grande Porte	12	19%
		<b>Total até 60 dias</b>	63	3%
	Entre 60 e 150 dias	Pequeno Porte	25	63%
		Médio Porte	14	35%
		Grande Porte	1	3%
		<b>Total entre 60 e 150 dias</b>	40	2%
	Entre 150 dias e 730 dias	Pequeno Porte	408	59%
		Médio Porte	191	28%
		Grande Porte	88	13%
		<b>Total entre 150 e 730 dias</b>	687	33%
	Acima de 730 dias	Pequeno Porte	691	54%
		Médio Porte	393	31%
		Grande Porte	193	15%
<b>Total acima de 730 dias</b>		1.277	62%	
<b>Total Geral</b>			2.067	100%

Como é observado na tabela acima, 3% das empresas decretaram falência em até 60 dias após o pedido de recuperação judicial. Como esse é o período para que a empresa apresente o plano de reorganização em juízo, pode-se afirmar que para esse grupo, o plano não foi aceito ou sequer

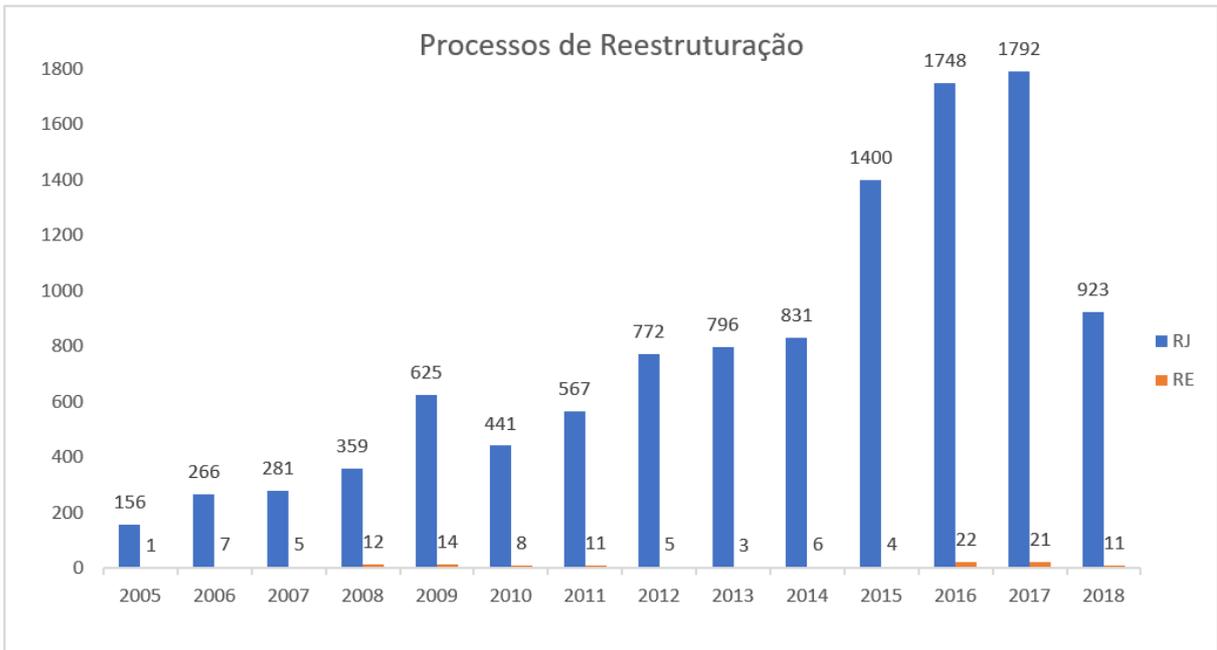
apresentado. Apenas 2% das empresas decretaram falência entre 60 e 150 dias após o pedido. Como esse é o prazo para acontecer a assembleia geral de credores, para esse grupo de empresas, pode-se afirmar que o plano de recuperação foi apresentado, porém não foi aceito.

Das 687 empresas que decretaram falência entre 150 e 730 dias após o pedido, 59% delas eram empresas de pequeno porte, 28% de médio porte e 13% de grande porte. Como esse é o período em que a empresa permanece em RJ após a aceitação do plano, pode-se afirmar que para esse grupo houve um descumprimento de qualquer obrigação prevista no plano o que acarretou a convocação da recuperação em falência.

O grupo de empresas que decretou falência após 730 dias do pedido de recuperação representa 62%. Para esse grupo, pode-se afirmar que o plano de recuperação foi aceito e todas suas obrigações foram cumpridas. Apesar do objetivo da RJ ter sido cumprido, o processo não evitou a posterior falência da empresa por dificuldades financeiras em algum momento após a reestruturação judicial.

Para as empresas que utilizaram o instrumento extrajudicial para renegociar suas dívidas diretamente com os credores, o cenário é bastante diferente. Apenas 6 das 129 empresas que entraram em RE faliram após o pedido de recuperação. Todas elas decretaram falência após 730 dias do pedido. Ou seja, pode-se afirmar que para esse grupo de empresas a RE foi bem-sucedida, mesmo não evitando a posterior falência das empresas.

Os dados também mostram um aumento no número de processos de reestruturação desde a edição da nova lei de recuperação. Na Figura 3, é apresentado o número de recuperações judiciais e extrajudiciais entre 2005 e 2018. Vale ressaltar que os dados do ano de 2005 estão disponíveis a partir do mês de junho, e do ano de 2018 até o mês de novembro.



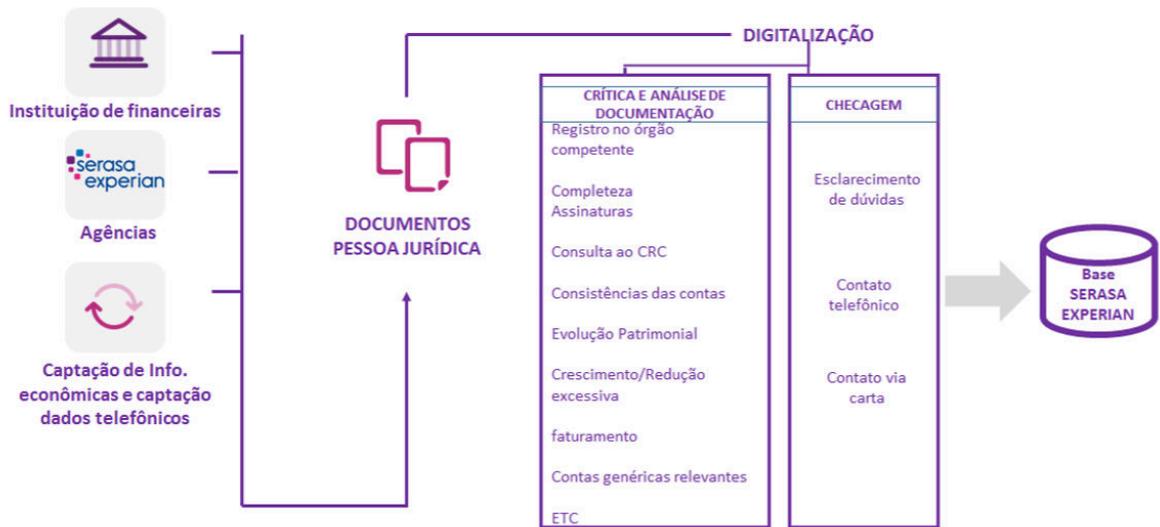
**Figura 3.** Quantidade de empresas que entraram com solicitação de RJ ou RE entre 06/2005 e 10/2018.

Como a nova lei de falências foi editada em 2005, a partir desse ano, utilizei as demonstrações financeiras de até 3 anos anteriores as datas dos pedidos de recuperação para verificar se características como Performance, Alavancagem, Estrutura de Capital entre outras influenciam a probabilidade da escolha entre recuperação judicial ou extrajudicial por parte das empresas analisadas.

Sendo assim, as demonstrações financeiras das empresas que entraram em recuperação entre o período de 2002 a 2017 foram utilizadas nos modelos estimados. Irei considerar informações de planos de reestruturação de empresas de capital aberto e fechado e de diversos tamanhos.

As demonstrações financeiras são enviadas para a Serasa Experian de diversas fontes como: A própria empresa, empresas parceiras que possuem convênio para captação de balanços, bancos e via captação através de contato telefônico e internet. Após a captação, todas as demonstrações passam por processo de análise para verificação de diversos pontos como: Análise das contas, evolução patrimonial, faturamento, assinatura dos administradores e contadores, registro no Conselho Regional de Contabilidade entre outros.

A Figura 4 mostra o processo de captação e análise de demonstrações financeiras pela Serasa Experian.



**Figura 4.** Processo de captação e análise de demonstrações financeiras realizado pela Serasa Experian.

## 4.2 Metodologia

Para analisar a relação entre as características da empresa e a probabilidade da escolha entre recuperação judicial ou extrajudicial em processos de reestruturação de dívida foram estimados os seguintes modelos não lineares:

$$\begin{aligned}
 Prob(y = 1|x) &= \beta_0 + \beta_1 Tamanho_{t-1} + \beta_2 ROA_{t-1} + \beta_3 Alavancagem_{t-1} \\
 &+ \beta_4 Custo\ de\ dívida_{t-1} + \beta_5 Liquidez_{t-1} + \beta_6 PPE_{t-1} \\
 &+ \beta_7 Cresc.\ da\ Receita_{t-1} + \beta_8 Crise.\ 2008 + \beta_9 Crise.\ 2015 + \beta_{10} Selic_{t-1} \\
 &+ \beta_{11} Idade_{t-1} + \mu_{t-1}
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 Prob(y = 1|x) &= \beta_0 + \beta_1 Tamanho_{t-2} + \beta_2 ROA_{t-2} + \beta_3 Alavancagem_{t-2} \\
 &+ \beta_4 Custo\ de\ dívida_{t-2} + \beta_5 Liquidez_{t-2} + \beta_6 PPE_{t-2} \\
 &+ \beta_7 Cresc.\ da\ Receita_{t-2} + \beta_8 Crise.\ 2008 + \beta_9 Crise.\ 2015 + \beta_{10} Selic_{t-2} \\
 &+ \beta_{11} Idade_{t-2} + \mu_{t-2}
 \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
\text{Prob}(y = 1|x) &= \beta_0 + \beta_1 \text{Tamanho}_{t-3} + \beta_2 \text{ROA}_{t-3} + \beta_3 \text{Alavancagem}_{t-3} \\
&+ \beta_4 \text{Custo de dívida}_{t-3} + \beta_5 \text{Liquidez}_{t-3} + \beta_6 \text{PPE}_{t-3} \\
&+ \beta_7 \text{Cresc. da Receita}_{t-3} + \beta_8 \text{Crise. 2008} + \beta_9 \text{Crise. 2015} + \beta_{10} \text{Selic}_{t-3} \\
&+ \beta_{11} \text{Idade}_{t-3} + \mu_{t-3}
\end{aligned}
\tag{3}$$

$y$  = Variável dependente binária com o valor um (1) se a empresa entrou com um pedido de recuperação judicial e zero (0) se a empresa entrou com um pedido de recuperação extrajudicial.

$\beta_1$  = Variável Tamanho: medida como LN do ativo total nos anos 1, 2 e 3 anteriores ao pedido de recuperação.

$\beta_2$  = Variável ROA: medida como a razão entre o resultado operacional líquido e o ativo total nos anos 1, 2 e 3 anteriores ao pedido de recuperação. Essa variável será proxy de desempenho da empresa.

$\beta_3$  = Variável Alavancagem: medida como a razão entre as contas de financiamentos de CP e LP + debêntures e o ativo total nos anos 1, 2 e 3 anteriores ao pedido de recuperação.

$\beta_4$  = Variável Custo de dívida: medida como a razão entre despesa financeira e o total da dívida nos anos 1, 2 e 3 anteriores ao pedido de recuperação.

$\beta_5$  = Variável Liquidez: medida como a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante nos anos 1, 2 e 3 anteriores ao pedido de recuperação.

$\beta_6$  = Variável PPE: medida como a razão entre o ativo imobilizado e o ativo total nos anos 1, 2 e 3 anteriores ao pedido de recuperação.

$\beta_7$  = Variável Crescimento da Receita: medida como a variação da receita operacional do ano anterior para o ano corrente nos anos 1, 2 e 3 anteriores ao pedido de recuperação.

$\beta_8$  = Variável Crise.2008: Variável dummy que assume o valor um (1) caso a empresa tenha pedido a recuperação nos anos de 2008 ou 2009 e zero (0) caso contrário.

$\beta_9$  = Variável Crise.2015: Variável dummy que assume o valor um (1) caso a empresa tenha pedido a recuperação nos anos de 2015, 2016 ou 2017 e zero (0) caso contrário.

$\beta_{10}$  = Variável Selic: Medida como a taxa Selic média no ano do pedido de recuperação. Essa variável será proxy de Custo de Capital do mercado brasileiro.

$\beta_{11}$  = Variável Idade: Medida em anos da diferença entre a data do pedido de recuperação e a data de abertura da empresa.

Para fins de estimação, foram utilizados modelos Probit supondo que o resíduo tem FDA normal. Existem 11.086 empresas que solicitaram algum tipo de pedido de recuperação entre 2005 e 2018. Infelizmente não existem informações completas de demonstrativos financeiros para todas elas. Dessa maneira, não foi possível a estimação de modelos utilizando toda a população de empresas presente na base.

Como medidas de desempenho são utilizados o ROA e o Crescimento da Receita e foram adotadas segundo a pesquisa de Chatterjee et al. (1996), Gilson et al. (1990) e Yost (2002), assim como as medidas de Liquidez e Alavancagem. Como variáveis controle no modelo empírico são utilizadas as dummies que indicam se a empresa entrou em reestruturação durante os períodos de crise, bem como as variáveis Tamanho e Idade da empresa.

A variável Selic visa capturar as características do mercado brasileiro. A variável PPE é utilizada para tentar capturar se uma maior proporção de ativo imobilizado influencia na escolha do processo de recuperação.

Na literatura ainda existem outras características da empresa que poderiam influenciar no processo como, composição de dívida e problemas de coordenação com credores. Infelizmente, a base de dados não possui essas informações. Esta é uma das limitações desse estudo. Na Tabela 4 são apresentadas as estatísticas descritivas e as diferenças de média das variáveis explicativas deste estudo para os grupos de empresas que solicitaram RJ e RE.

Tabela 4

**Estatísticas descritivas das variáveis de interesse.**

Variável	Recuperação Judicial		Recuperação Extrajudicial		P value (teste t)	Observações
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão		
Tamanho	18,896	1,977	17,244	1,891	0,000	1100
ROA	-0,169	0,581	-3,449	64,598	0,093	1100
Alavancagem	0,254	0,353	0,757	11,729	0,162	1100
Custo de dívida	8,877	29,091	7,022	115,719	0,777	1100
Liquidez	1,466	1,806	1,812	6,511	0,384	1100
PPE	0,324	0,295	0,290	0,256	0,540	1100
Cres. da Receita	-0,057	0,456	-45,226	90,852	0,099	1100
Crise.2008	0,250	0,441	0,138	0,345	0,194	1100
Crise.2015	0,143	0,356	0,352	0,478	0,005	1100
Selic	0,114	0,023	0,116	0,025	0,663	1100
Idade	27,893	25,041	16,659	20,045	0,026	1100

Notas: A tabela mostra estatísticas descritivas das variáveis incluídas nos modelos (1, 2 e 3). Observações do período compreendido pelos anos de 2002 e 2017 são usadas para computar as estatísticas descritivas. Também reporta-se a diferença entre as médias dos dois grupos (RJ e RE) e o Teste t de diferença de médias.

Com base no referencial teórico e nas relações encontradas na literatura, foram formuladas as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1: Empresas que apresentam melhor performance tendem a escolher a recuperação extrajudicial em seu processo de reestruturação de dívida. Sendo assim, é esperado encontrar um sinal negativo para as variáveis ROA e Crescimento da Receita ( $\beta < 0$ )

H2: Empresas que apresentam menor liquidez tendem a escolher a recuperação judicial em seu processo de reestruturação de dívida. Sendo assim, é esperado encontrar um sinal positivo para a variável Liquidez ( $\beta > 0$ )

H3: Empresas que apresentam maior alavancagem tendem a escolher a recuperação judicial em seu processo de reestruturação de dívida. Sendo assim, é esperado encontrar um sinal positivo para a variável Alavancagem ( $\beta > 0$ )

H4: Empresas que apresentam estrutura de capital menos complexa tendem a escolher a recuperação extrajudicial em seu processo de reestruturação de dívida. Espera-se que empresas com custo de dívida maior possuam estrutura de capital menos complexa. Portanto, é esperado encontrar um sinal negativo para a variável Custo de Dívida ( $\beta < 0$ )

## **5 Análise dos Resultados**

Na Tabela 5 são apresentados os resultados da estimação dos modelos não lineares, por meio de estimadores Probit. Aqui foram consideradas todas as empresas que possuem informações disponíveis nos demonstrativos financeiros para as variáveis de interesse. O número médio de observações foi de 1.223 empresas. São apresentados os coeficientes e significâncias de cada variável em todos os períodos estudados.

Tabela 5  
**Resultado da estimação dos modelos não lineares.**

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	Período								
		T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9
<b>Tamanho</b>	-	-0,241*** (0,06)	-0,243*** (0,06)	-0,200*** (0,06)	-0,220** (0,09)	-0,227*** (0,06)	-0,206*** (0,05)	-0,235*** (0,07)	-0,256*** (0,07)	-0,277*** (0,06)
<b>ROA</b>	Negativo	-1,174 (0,97)	-0,884 (0,69)	0,003 (0,36)	0,507 (0,41)	0,547* (0,29)	0,089 (0,18)	0,289 (0,52)	-0,003 (0,52)	-0,201 (0,62)
<b>Alavancagem</b>	Positivo	-0,137 (0,47)	0,358 (0,47)	0,457 (0,39)	-0,675 (0,51)	0,301 (0,52)	0,335 (0,52)	-0,122 (0,46)	-0,069 (0,43)	0,175 (0,42)
<b>Custo de Dívida</b>	Negativo	-0,001** (0,00)			0,023 (0,04)			-0,001* (0,00)		
<b>Liquidez</b>	Positivo	0,005 (0,06)	0,026 (0,05)	0,008 (0,03)	0,134 (0,19)	-0,030 (0,02)	-0,004 (0,02)	0,059 (0,07)	0,086 (0,07)	0,078 (0,05)
<b>PPE</b>	-	0,499 (0,49)	0,689 (0,52)		0,463 (0,51)	0,632 (0,52)		0,716 (0,48)	0,638 (0,48)	
<b>Cres. Da Receita</b>	Negativo	0,072*** (0,01)	-0,000*** (0,00)		-0,011 (0,03)	-0,000*** (0,00)		-0,564 (0,45)	-0,590 (0,43)	
<b>Crise.2008</b>	-	-0,614** (0,25)	-0,378* (0,21)	-0,280 (0,21)	-0,435 (0,28)	-0,368* (0,22)	-0,361* (0,22)	-0,384 (0,29)	-0,206 (0,25)	-0,192 (0,22)
<b>Crise.2015</b>	-	0,290 (0,29)	0,473* (0,29)	0,517* (0,29)	0,625* (0,37)	0,584** (0,29)	0,493* (0,28)	0,729** (0,28)	0,729*** (0,27)	0,730*** (0,27)
<b>Selic.</b>	-	-2,109 (4,53)	-5,377* (3,15)	-4,675 (3,18)	-3,772 (3,61)	-4,054 (2,64)	-4,364* (2,64)	0,231 (3,16)	-2,048 (2,50)	-3,088 (2,21)
<b>Idade</b>	-	-0,010* (0,01)	-0,010** (0,00)	-0,009** (0,00)	-0,017*** (0,01)	-0,009* (0,00)	-0,010** (0,00)	-0,009 (0,01)	-0,009* (0,00)	-0,003 (0,00)
<b>Constante</b>	-	7,065*** (1,15)	7,069*** (1,25)	6,340*** (1,24)	7,219*** (1,56)	6,783*** (1,15)	6,588*** (1,04)	6,302*** (1,36)	6,897*** (1,33)	7,219*** (1,13)
<b>Observações</b>		1.149	1.328	1.410	1.252	1.475	1.592	1.267	1.504	1.662
<b>Pseudo-R<sup>2</sup></b>		0,232	0,197	0,150	0,264	0,200	0,183	0,192	0,203	0,187

Notas: As colunas 3, 4 e 5 apresentam os coeficientes estimados para os anos 1, 2 e 3 anteriores ao pedido de recuperação respectivamente. Observações do período compreendido pelos anos de 2002 e 2017 são usadas para estimar os modelos. Estatísticas t entre parênteses e \*\*\*, \*\* e \* denotam significância estatística aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

A variável Tamanho apresenta coeficiente negativo e estatisticamente significativo ao nível de 1% em todos os modelos estimados. As variáveis ROA e Crescimento de Receita apresentam resultados distintos para explicar a relação entre Performance e a escolha do tipo de processo de reestruturação. Para a variável ROA, em apenas um dos modelos é apresentado coeficiente positivo e significativo a 10%, porém com sinal contrário ao esperado.

A variável Custo de Dívida apresentou coeficiente negativo e estatisticamente significativo a 5% em dois dos modelos estimados. As variáveis Liquidez e Alavancagem não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes.

A variável Crise.2008 apresentou coeficiente negativo e significativo a 5%. Sendo assim, caso o pedido de recuperação tenha ocorrido nos anos de 2008 ou 2009, maior é a probabilidade da escolha de recuperação extrajudicial. Esse resultado, parece ser o oposto caso o pedido tenha

ocorrido nos anos de 2015, 2016 ou 2017, onde o coeficiente apresentado foi positivo e significativo a no mínimo 10% em diversos modelos estimados.

O número de empresas que solicitou a recuperação extrajudicial foi de 129. Este número é bem inferior ao número de empresas que solicitou a recuperação judicial. Esta diferença, pode fazer com que os resultados dos modelos não lineares estimados acima apresentem distorção quanto as significâncias de algumas variáveis relevantes ao estudo.

Para corrigir essa eventual distorção, foram estimados 10 (dez) modelos Probit utilizando todas as empresas que solicitaram RE e diferentes amostragens aleatórias sem reposição de empresas que solicitaram RJ. Dessa maneira, os valores de zero (0) e um (1) atribuídos a variável dependente serão balanceados em todos os modelos, melhorando os resultados de significância.

Como a base de dados utilizada no estudo contém a população de empresas que solicitou RJ, a utilização de diferentes amostras aleatórias não atribui viés aos modelos estimados. Os resultados são apresentados nas tabelas abaixo.

Tabela 6

**Resultados das estimações dos modelos não lineares utilizando diferentes amostragens de RJ.**

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	Período T1									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
Tamanho		-0,938***	-0,469**	-0,380**	-0,243	-0,574***	-0,505**	-0,732***	-0,548**	-0,372	-0,294
ROA	Negativo	-1,516***	-2,086	-3,588	-2,890	-3,577	-3,229	-3,301**	-3,925***	-2,059	-2,648*
Alavancagem	Positivo	-3,505**	-1,193	-1,011	-2,208**	-0,970	-0,329	0,360	0,788	-0,693	-2,796
Custo de Dívida	Negativo	-1,309***	-0,009***	-0,012***	-0,012***	-0,014***	-0,032	-0,016***	-0,007**	-0,109	-0,827***
Liquidez	Positivo	-0,388	-0,792*	-0,108	-0,399	-0,300	-0,326	-0,424	-0,075	-0,449	-1,005*
PPE		1,828	0,834	1,146	0,116	-0,462	-0,304	-0,141	1,247	0,401	-1,984
Cres. Da Receita	Negativo	0,005	0,549	0,401	0,252	1,174	1,151	1,481**	1,999*	0,170	2,357**
Crise.2008		-1,412*	-1,469***	-1,298**	-1,183**	-1,396***	-0,637	-0,906*	-1,211*	-0,473	-1,021*
Crise.2015		0,058	0,106	-0,176	-0,059	-0,775	-0,146	0,147	-0,316	0,213	-1,081
Selic.		2,054	-0,829	1,661	-5,934	2,117	-9,275	-4,575	0,801	-0,641	9,576
Idade		-0,056***	-0,036**	-0,025*	-0,027*	-0,016	-0,024**	-0,038***	-0,023	-0,028*	-0,061***
Constante		22,248***	12,412***	9,041***	8,344***	13,159***	12,988***	16,878***	11,453**	9,526**	11,674***
Observações		73	70	73	71	67	73	78	71	67	82
Pseudo-R <sup>2</sup>		0,626	0,406	0,39	0,4	0,41	0,414	0,532	0,463	0,409	0,54

Notas: A tabela apresenta os resultados das estimações dos modelos utilizando diferentes amostragens de empresas que solicitaram RJ respectivamente. Observações do período compreendido pelos anos de 2002 e 2017 são usadas para estimar os modelos. Estatísticas t entre parênteses e \*\*\*, \*\* e \* denotam significância estatística aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

Tabela 7

**Resultados das estimações dos modelos não lineares utilizando diferentes amostragens de RJ.**

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	Período T2									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
Tamanho		-0,168	-0,304	-0,606***	-0,285	-0,272	-0,176	-0,227	-0,239	-0,652***	-0,196
ROA	Negativo	2,931	2,889	6,568***	5,634***	4,760***	3,587**	3,972**	2,042	5,702***	1,028
Alavancagem	Positivo	-1,587*	-0,898	-2,909	-0,793	1,750	-0,562	-0,835	-0,203	-0,204	-0,327
Custo de Dívida	Negativo	-0,008	0,108	-0,005	0,087*	0,423	0,215	-0,077	0,124	0,172	-0,159
Liquidez	Positivo	0,380	-0,150	-0,193	-0,388	-0,462	0,301	-0,005	-0,022	0,294	0,254
PPE		0,848	1,537	2,871**	0,179	-1,234	1,178	0,179	0,741	2,448*	-0,118
Cres. Da Receita	Negativo	-0,355*	-0,068	-0,960	-0,700	-0,269	-0,445***	-0,827	-0,099	-0,732	-0,056
Crise.2008		-0,303	-0,937	-0,830	-0,681	-0,842	-0,367	-0,643	-0,229	-0,737	-0,085
Crise.2015		0,747	0,647	1,122	0,941	0,488	1,088	1,387*	0,649	2,085**	0,492
Selic.		-20,829**	-10,865	-38,846***	-22,927**	-6,626	-6,961	-9,884	-3,548	-29,996***	0,608
Idade		-0,036***	-0,035***	-0,075***	-0,042***	-0,034***	-0,036***	-0,043***	-0,035***	-0,056***	-0,036***
Constante		7,799**	9,384**	20,325***	11,373***	8,661**	5,887**	8,308***	6,993*	17,647***	5,871*
Observações		76	69	73	75	71	75	80	75	68	83
Pseudo-R <sup>2</sup>		0,465	0,404	0,594	0,526	0,4	0,395	0,464	0,351	0,575	0,352

Notas: A tabela apresenta os resultados das estimações dos modelos utilizando diferentes amostragens de empresas que solicitaram RJ respectivamente. Observações do período compreendido pelos anos de 2002 e 2017 são usadas para estimar os modelos. Estatísticas t entre parênteses e \*\*\*, \*\* e \* denotam significância estatística aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente

Tabela 8

**Resultados das estimações dos modelos não lineares utilizando diferentes amostragens de RJ.**

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	Período T3									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
Tamanho		-0,263**	-0,294**	-0,345***	-0,274*	-0,406***	-0,265**	-0,194*	-0,183	-0,267**	-0,310**
ROA	Negativo	1,945	1,971	1,906	1,630	2,760	2,885**	4,249**	0,216	2,415**	0,936
Alavancagem	Positivo	-0,331	0,212	-0,297	-0,368	-0,029	-1,255	-1,443	-0,509	0,816	0,703
Custo de Dívida	Negativo	-0,020***	-0,026***	-0,022***	-0,011*	-0,025***	-0,006**	-0,026***	-0,006**	-0,008*	-0,007**
Liquidez	Positivo	0,102	-0,015	0,212	-0,136	-0,169	0,021	-0,216	0,023	0,207	0,198
PPE		0,555	0,809	0,479	0,572	0,511	1,429*	-0,639	0,573	1,405*	0,419
Cres. Da Receita	Negativo	-0,499	-0,224	-0,878	-0,645	-0,625	-1,169*	-1,279	-0,866	-1,001	-0,934**
Crise.2008		-0,645	-0,793*	-1,229*	-0,473	-1,137**	-0,565	-1,383**	-0,853*	-0,748	-0,328
Crise.2015		0,806	0,667	1,046**	0,937*	0,478	1,287**	1,258*	0,407	1,251**	0,799*
Selic.		-0,812	7,454	11,239	1,603	7,016	3,646	17,359*	5,176	5,230	7,463
Idade		-0,015	-0,013	-0,023**	-0,022**	-0,005	-0,012	-0,021*	-0,020*	-0,019*	-0,025**
Constante		5,982**	5,576*	6,346**	6,393**	7,839***	5,358**	3,908	4,330*	4,783*	5,864**
Observações		77	80	82	79	75	74	81	84	78	92
Pseudo-R <sup>2</sup>		0,339	0,291	0,377	0,325	0,32	0,309	0,395	0,242	0,328	0,337

Notas: A tabela apresenta os resultados das estimações dos modelos utilizando diferentes amostragens de empresas que solicitaram RJ respectivamente. Observações do período compreendido pelos anos de 2002 e 2017 são usadas para estimar os modelos. Estatísticas t entre parênteses e \*\*\*, \*\* e \* denotam significância estatística aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

A variável Tamanho apresenta coeficiente negativo e estatisticamente significativo em diversos dos modelos estimados. Ou seja, empresas que possuem maior Ativo Total em anos anteriores ao pedido de recuperação apresentam maior probabilidade em optar pela reestruturação extrajudicial. Esse resultado apesar de não estar diretamente relacionado com hipótese de pesquisa H4 deste estudo, traz alguma informação sobre a relação entre a escolha do tipo de processo

adotado e a estrutura de capital da empresa. Empresas maiores, tendem a ter uma estrutura de capital mais complexa. Contradizendo assim os achados de Gilson (1990), que observou que empresas com estrutura de capital menos complexa tendem a optar pela RE.

A mesma análise pode ser aplicada para a variável Idade, onde os coeficientes apresentados foram negativos e significantes em diversos modelos estimados. Normalmente, empresas maiores tendem a possuir mais anos desde sua abertura.

Para a variável ROA é apresentado coeficiente negativo e significativo em 4 dos 10 modelos estimados. Empresas que possuem maior retorno sobre o Ativo, 1 (um) ano antes do pedido de recuperação, tendem a escolher a opção extrajudicial. Esses resultados vão de encontro com os achados de Gilson (1990), Myers (1997) e Yost (2002), que afirmam que empresas que apresentam melhor performance em anos anteriores ao pedido de reestruturação, tendem a optar pelo processo de recuperação extrajudicial. Esse resultado não é corroborado com a variável Crescimento de Receita que apresentou sinais contrários ao esperado, porém em um pequeno número de modelos estimados. Portanto, não se rejeita a hipótese de pesquisa H1, onde empresas que apresentam melhor performance tendem a escolher a recuperação extrajudicial em seu processo de reestruturação de dívida.

As variáveis Alavancagem e Liquidez apresentam coeficientes significantes em um pequeno número de modelos estimados em todos os períodos. Os resultados não apresentam grandes diferenças dos modelos utilizando todas as empresas. Sendo assim, não oferecem suporte as hipóteses de pesquisa H2 e H3 deste estudo, onde empresas que apresenta menor liquidez ou maior alavancagem tendem a escolher a recuperação judicial em seu processo de reestruturação de dívida.

Estes resultados, não corroboram os achados de Chatterjee et al. (1996) Myers (1997), Yost (2002) sobre a relação entre alavancagem e liquidez com o tipo de processo a ser escolhido.

A variável Custo de Dívida apresentou coeficiente negativo e estatisticamente significativo em quase todos os modelos no período T1 e em todos os modelos no período T3. Não rejeitando assim a hipótese de pesquisa H4, onde empresas que apresentam estrutura de capital menos complexa tendem a escolher a recuperação extrajudicial em seu processo de reestruturação de dívida. Espera-se que empresas com custo de dívida maior possuam estrutura de capital menos complexa.

De acordo com Gilson (1990), empresas com estrutura de capital menos complexa tendem a optar por meios privados de reestruturação. Esses resultados são os mesmos do modelo utilizando todas as empresas.

As variáveis dummies de Crise oferecem informações sobre a relação do período em que a empresa solicitou o pedido de recuperação e a probabilidade do tipo de processo escolhido. Os resultados encontrados não apresentaram alteração significativa dos resultados dos modelos utilizando todas as empresas. A variável Crise.2008 apresentou coeficiente negativo e significativo em diversos dos modelos estimados. Corroborando assim a maior propensão da escolha privada por parte da empresa que entra em reestruturação nos anos de 2008 ou 2009.

### **5.1 Teste de robustez**

Como teste de robustez dos resultados apresentados, foram estimados os mesmos modelos não lineares Probit retirando empresas de setores que não apresentaram nenhum caso de recuperação extrajudicial em todo o período estudado. Dessa forma, a diferença entre número de casos de RE e RJ diminuiu quando comparados aos modelos que utilizaram todas as empresas.

Os resultados são apresentados na Tabela 09 e não sugerem nenhuma alteração relevante nos sinais e significâncias dos coeficientes. Sendo assim, corroboram em termos gerais aqueles previamente apresentados.

Tabela 9

**Resultado da estimação dos modelos não lineares retirando empresas de setores que não tiveram nenhum caso de RE.**

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	Coeficientes		
		T1	T2	T3
Tamanho		-0,265*** (0,07)	-0,223** (0,10)	-0,261*** (0,07)
ROA	-	-1,194 (0,98)	0,471 (0,48)	0,181 (0,55)
Alavancagem	+	-0,099 (0,49)	-0,689 (0,59)	-0,293 (0,44)
Custo de Dívida	-	-0,001** (0,00)	0,032 (0,05)	-0,006*** (0,00)
Liquidez	+	0,001 (0,05)	0,098 (0,17)	0,077 (0,09)
PPE		0,541 (0,51)	0,486 (0,52)	0,685 (0,51)
Cresc. da Receita	-	0,068*** (0,01)	-0,018 (0,05)	-0,622 (0,47)
Crise.2008		-0,598** (0,26)	-0,468 (0,29)	-0,353 (0,30)
Crise.2015		0,361 (0,31)	0,661* (0,39)	0,883*** (0,33)
Selic		-2,831 (4,67)	-4,625 (3,91)	0,687 (3,54)
Idade		-0,010* (0,01)	-0,017*** (0,01)	-0,010* (0,01)
Constante		7,445*** (1,38)	7,348*** (1,61)	6,734*** (1,46)
Observações		915	1.001	1.007
Pseudo-R <sup>2</sup>		0,240	0,273	0,245

Notas: Observações do período compreendido pelos anos de 2002 e 2017 são usadas para estimar os modelos. Estatísticas t entre parênteses e \*\*\*, \*\* e \* denotam significância estatística aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

Para verificar se os resultados encontrados são diferentes em processos de reorganização de dívidas mais complexos, ou seja, onde as empresas participantes são mais alavancadas. Foram estimados modelos não lineares Probit realizando um matching por Alavancagem. A técnica aplicada no matching foi a Nearest Neighbor. Dessa maneira, para cada empresa que solicitou RJ, foi escolhida uma empresa que solicitou RE e que tenha o nível de Alavancagem próxima e esteja no mesmo setor. Os resultados são apresentados na Tabela 10 e não sugerem nenhuma alteração relevante nos sinais e significâncias dos coeficientes. Sendo assim, também corroboram em termos gerais aqueles previamente apresentados.

Tabela 10

**Resultado da estimação dos modelos não lineares realizando matching de empresas do mesmo setor por Alavancagem.**

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	Coeficientes		
		T1	T2	T3
Tamanho		-0,515** (0,23)	-0,356* (0,20)	-0,434*** (0,17)
ROA	Negativo	-0,980 (2,15)	-0,196 (2,49)	0,218 (2,07)
Alavancagem	Positivo	-1,181 (1,20)	-2,423 (2,13)	0,268 (1,14)
Custo de Dívida	Negativo	-0,000 (0,00)	-0,174 (0,69)	-0,021* (0,01)
Liquidez	Positivo	-0,373 (0,41)	0,082 (0,26)	0,531 (0,62)
PPE		0,848 (1,60)	2,736** (1,17)	3,197** (1,31)
Cresc. da Receita	Negativo	-0,001 (0,02)	-0,006 (0,89)	-0,200 (0,50)
Crise.2008		-1,918** (0,93)	-1,159 (0,92)	-0,445 (1,31)
Crise.2015		0,448 (0,90)	1,065 (0,76)	1,534** (0,68)
Selic		-7,003 (14,66)	-6,899 (9,35)	1,192 (15,00)
Idade		0,003 (0,02)	-0,017 (0,02)	-0,004 (0,01)
Constante		10,896** (5,52)	8,150 (5,05)	5,831 (3,69)
Observações		32	31	38
Pseudo-R <sup>2</sup>		0,372	0,392	0,430

Notas: Observações do período compreendido pelos anos de 2002 e 2017 são usadas para estimar os modelos. Estatísticas t entre parênteses e \*\*\*, \*\* e \* denotam significância estatística aos níveis de 1, 5 e 10%, respectivamente.

## 6 Conclusão

O papel da legislação sobre falência de empresas e seu ambiente jurídico está profundamente ligado a atividade empresarial. Ter um processo claro e estruturado que possibilite a efetiva e eficaz recuperação de empresas em dificuldades financeiras é extremamente relevante não apenas para a economia, mas para toda sociedade. Assim, o presente trabalho busca avançar nesse tema no contexto brasileiro, tendo como principal objetivo analisar quais são os fatores determinantes que levam as empresas a escolher entre os processos de recuperação judicial ou extrajudicial, levando em conta características como Tamanho, Performance, Liquidez, Alavancagem e Estrutura de Capital. O trabalho inova ao utilizar uma base de dados que contém todas as empresas que utilizaram os processos desde a publicação da nova lei.

Em uma análise preliminar, destaca-se a diferença entre o número de tipo de processos escolhidos pelas empresas no período. Do volume total de empresas que entraram com algum pedido de recuperação, 99% delas optaram pela recuperação judicial. Porém, 18,9% dessas empresas decretaram falência após a reestruturação. Apesar do baixo volume de empresas que optaram pela recuperação extrajudicial, apenas 4,7% das empresas decretaram falência após a data do pedido. Além disso, nenhuma das empresas que utilizou a RE decretou falência em dois anos posteriores a reestruturação. Ou seja, a recuperação extrajudicial é uma boa ferramenta para negociação de dívidas e continuidade da empresa sem ter que passar por vias judiciais.

Os dados também mostram um aumento significativo no número de processos de reestruturação desde a edição da nova lei de recuperação. Foram 157 processos no ano de 2005 e 1.813 processos no ano de 2017. Além disso, houve uma redução de 62% de decretos de falência nos 5 anos posteriores a nova lei quando comparados com os 5 anos anteriores. Esse resultado mostra a eficiência da lei em viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira da empresa em processos de reestruturação.

O aumento observado no número de pedidos de recuperação em períodos posteriores a crises econômicas no Brasil é outro dado relevante. Entre os anos de 2008 e 2009, houve um aumento de 74% no número de recuperações. Entre os anos de 2014 e 2017, houve um aumento de 116% nas solicitações de reestruturação por parte das empresas.

Os resultados da estimação dos modelos não lineares indicam que características da empresa como Tamanho, Performance, Custo da Dívida e o fato da empresa ter solicitado o pedido de recuperação em períodos de crise tem relação com a probabilidade de escolha entre os processos de recuperação judicial ou extrajudicial. Os resultados encontrados mostram que a realidade brasileira é diferente do mercado americano, conforme os estudos apresentados na revisão de literatura deste trabalho.

As contribuições desse estudo estão subordinadas a algumas restrições. As escolhas de algumas variáveis no modelo foram feitas por não haver informações dos demonstrativos financeiros para todas as empresas que entraram com algum pedido de recuperação. Como principal contribuição de pesquisa destaca-se que esse estudo é pioneiro em âmbito brasileiro, ao utilizar dados de empresas de diversos portes, segmentos e de todas as regiões do país, também incluindo empresas de capital fechado.

Com relação a estudos futuros, sugere-se a aplicação da base de dados para aprofundar o entendimento entre a relação das características das empresas que passaram por processos de reestruturação e os impactos nos diversos stakeholders que são afetados pelos processos, como funcionários, credores, fornecedores e a sociedade como um todo.

### Referências

- Araujo, A. P., & Funchal B. (2009). A nova lei de falências brasileira: Primeiros impactos. *Brazilian Journal of political Economy*, 29(3), 191-212.
- Araujo, A. P., Ferreira, R.V.X., & Funchal B. (2012). The Brazilian Bankruptcy Law Experience. *Journal of Corporate Finance*, 18, 994–1004.
- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk Bond Issuers. *Quarterly Journal of Economics* 109, 625-658
- Chatterjee, S., Upinder S. D., & Gabriel G. R. (1996). Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts, *Financial Management*, 25, 5-18.
- Claessens, S. & Klapper, L. (2005). Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use. *American Law and Economics Review*, 7,253-283.
- Funchal, B. (2006). Essays on Credit and Bankruptcy Law. *Tese submetida à EPGE*. Rio de Janeiro.
- Funchal, B. (2008). The effects of the 2005 Bankruptcy Reform in Brazil. *Economics Letters*, 101, 84-86.
- Funchal, B., Clovis, M. (2009). Firms' Capital Structure and the Bankruptcy Law Design. *Journal of Financial Economic Policy*, 1, 0-3.
- Freeman, R.E. (1984). Strategic Management: A Stakeholder Approach. *MA: Pitman Press, Boston*.
- Gertner, R., Scharfstein, D. (1991). A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law. *The Journal of Finance*, 46, 1189 – 1222.
- Giammarino, R. M., (1989). The resolution of financial distress. *Review of Financial studies*, 2, 25-47.
- Gilson, S. C., John, K., & Lang, L. H. P. (1990). Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default. *Journal of Financial Economics*, 27, 315-353.

- Gilson, S., Hotchiss, E., & Ruback, R. (2000). Valuation of Bankrupt firms. *Review of financial studies*, 13, 43 – 74.
- Gilson, S. C. (2012). Creating Value through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups. *Second Edition. Wiley Finance*.
- McConnell, J. J., Servaes, H. (1991). The Economics of Pre-Packaged Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 93-97
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, p. 147–176.
- Nascimento, S. P. (2005). Uma abordagem do plano de recuperação extrajudicial e o liberalismo econômico do século XVIII. *Revista Jus Vigilantibus*.
- Ponticelli, J. (2012). Court Enforcement and Firm Productivity: Evidence from a Bankruptcy Reform in Brazil. *Job Market Paper – University Pompeu Fabra, Barcelona*.
- Santos, P. P. (2008). Brevíssima Notícia sobre a Recuperação Extrajudicial. *Revista do Advogado – AASP*. 96, 107 - 115.
- Tashjian, E. R., Lease, C., & McConnell, J.J. (1996). Prepacks: An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies. *Journal of Financial Economics*, 40, 135-162.
- Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 419-444.
- Yost, K. (2002). The Choice Among Traditional Chapter 11, Prepackaged Bankruptcy, and Out-of-Court Restructuring. *Working paper*.