

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –
FECAP**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

RICARDO RISSO GROSSERT

**QUAIS OS PRINCIPAIS MEIOS DE REORGANIZAÇÃO
ADOTADOS PELAS EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO
JUDICIAL NO BRASIL?**

São Paulo

2019

RICARDO RISSO GROSSERT

**QUAIS OS PRINCIPAIS MEIOS DE REORGANIZAÇÃO ADOTADOS
PELAS EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO BRASIL?**

Artigo apresentado ao Centro universitário da
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado -
FECAP, como requisito para a obtenção do título de
Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Vinícius 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 Fróes de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

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

FICHA CATALOGRÁFICA

G878q

Grossert, Ricardo Risso

Quais os principais meios de reorganização adotados pelas empresas em recuperação judicial no Brasil? / Ricardo Risso Grossert. - - São Paulo, 2019.
36 f.

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva.

Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP
- Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em
Administração com Ênfase em Finanças.

1. Sociedades comerciais - Reorganização. 2. Sociedades comerciais -
Recuperação. 3. Empresas – Falência – Legislação.

CDD 658.15

Bibliotecário responsável: Elba Lopes, CRB- 8/9622

RICARDO RISSO GROSSERT

**QUAIS OS PRINCIPAIS MEIOS DE REORGANIZAÇÃO ADOTADOS PELAS
EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO BRASIL?**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado da Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto
UNIFESP

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 15 de agosto de 2019.

Agradecimento

Gostaria de começar agradecendo às pessoas a quem devo tudo o que tenho e o que sou, meus maiores exemplos de garra e determinação que tive em minha vida, meus avós e meus pais. Além disso, agradeço ao meu tio Gerson pelo exemplo de dedicação acadêmica, que tanto admirei em minha infância a quem busco assemelhar-me até hoje.

Cabe aqui um agradecimento especial à minha amada esposa Juliana, que tanta ausência teve que suportar ao longo destes mais de 2 anos, e que sempre me apoiou, com palavras de carinho e esperança. Muito além disso, me deu o maior que presente que um ser humano pode receber: uma filha, a quem também dedico este trabalho.

A toda minha família, irmãos, tios, primos e sobrinhos que me apoiaram para que concluísse esta etapa de minha vida meu muito obrigado.

Não posso deixar de citar inúmeras outras pessoas tornaram este projeto viável.

Agradeço especialmente à FECAP, nas pessoas dos profs. Edison Simoni e Taiguara Langrafe que me proporcionaram o acesso ao programa de mestrado na condição de bolsista, e me deram todo apoio operacional e moral para que chegasse ao fim desta jornada, além de constituírem para mim verdadeiros amigos, que sendo mais experientes, mostraram um pouco o caminho das pedras pelas quais tive que seguir.

Ainda ao longo destes dois anos tive a sorte de escolher um orientador que se mostrou para mim um verdadeiro amigo, sempre preocupado com minha evolução, e que me deu acesso à nobre missão da docência, dividindo algumas de suas aulas comigo.

Por fim, deixo meu agradecimento a todos meus amigos e colaboradores da FECAP, em especial à equipe da biblioteca. Aos que me apoiaram, sempre torcendo e desejando que meus objetivos fossem alcançados, deixo o meu agradecimento e uma promessa de fazer-me mais presente em suas vidas.

Quais os Principais Meios de Reorganização Adotados por Empresas em Recuperação Judicial no Brasil?

Ricardo Risso Grossert
E-mail: ricardo.grossert@fecap.br

Resumo

Este artigo analisa os principais meios de reorganização adotados pelas empresas em recuperação judicial no Brasil à luz do artigo 50 da lei de falência. Utilizando uma amostra de 296 planos de recuperação judicial do período entre 2006 e 2018, é feita uma análise documental e os resultados sugerem que a venda de ativos é o principal meio de reorganização adotado pelas empresas e, que há uma relação positiva entre alavancagem e venda de ativos, além disso, o setor que aplica as maiores taxas de deságios aos credores é o setor de serviços, enquanto o setor de comércio é reponsável pelos maiores prazos de carência.

Palavras-chave: Recuperação Judicial. Reorganização. Lei de falência. Venda de ativos.

Abstract

This paper seeks to analyze the main reorganization option adopted by Brazilian companies in judicial reorganization according to article 50 from the bankruptcy law. A documental analysis has been done using a sample of 296 judicial recovery plans from 2006 to 2018. The result suggests that asset sale is the main option adopted by firms and there is a positive relation between leverage and asset sale. Moreover, the sector that applies the highest discount rates to creditors is the service sector, while the commerce sector is responsible for the longest grace periods.

Keywords: Judicial recovery. Reorganization. Bankruptcy law. Asset Sale.

1 Introdução

O tema recuperação judicial no Brasil, tornou-se de interesse acadêmico e de profissionais do mercado sobretudo após a aprovação da lei 11.101 em 2005.

A antiga lei de concordata tinha por característica proporcionar à empresa angustiada financeiramente a possibilidade de dilatação de prazos e/ ou a remissão das suas dívidas, a nova lei por sua vez, inovou e trouxe em seu artigo 50, meios de recuperação que não se restringem à iliquidez financeira e possibilitam uma ampla gama de reorganização às empresas.

Para Hotchkiss, John, Mooradian e Thorburn (2008) a venda de ativos constitui uma boa maneira de reequilibrar às finanças de uma empresa restrita, outra medida de reorganização é a emissão de novos títulos de dívida.

Bolton e Scharfstein (1996) e Harris e Raviv (1991), desenvolvem argumentos no sentido de mostrar que os mecanismos de reestruturação da dívida encontram um equilíbrio para que os ativos da empresa não se desvalorizem com vendas prematuras e assim, crie um incentivo para que credores não tenham seus direitos diminuídos.

A literatura sobre restrição financeira apresenta muita discussão sobre os principais meios de recuperação, por exemplo a venda de ativos é tratado por Asquith, Gertener e Scharfstein (1994), Brown, James e Mooradian (1993), Hotchkiss (1995), Kruse (2002), Ofek (1993), Senbet e Wang (2010), Shleifer e Vishny (1992), Sicherman e Pettway (1992), entre outros.

Sobre a reestruturação financeira temos, Asquith et al. (1994), Franks e Torous (1994), Gilson, John e Lang (1990).

Os estudos ainda tratam de aspectos como mudança na alta gestão da empresa e seu impacto na reestruturação com Gilson (1989), Warner, Watts e Wruck (1988), Weisbach (1988). Por fim, o tema de mudança no controle da empresa é tratado por Gilson (1990), James (1995), Hotchkiss e Mooradian (1998).

Este artigo, por sua vez, busca contribuir com a literatura evidenciando os principais meios de reorganização utilizados pelas empresas em recuperação judicial no Brasil à luz do artigo 50 da lei 11.101, que apresenta 16 maneiras de reorganização às empresas devedoras.

Após a aprovação do plano de recuperação judicial, o devedor deverá concentrar seus esforços em reorganizar a empresa, ou seja, investir em novos projetos e melhorar suas atividades operacionais seguindo o que foi definido e exigido pelos credores no plano de recuperação (Kirschbaum, 2009; Senbet & Wang, 2010; Triantis, 1993). Contudo, como a

empresa está com problemas financeiros, a obtenção de novos recursos e de ganho de eficiência se torna claramente mais complicada. Em suma, a principal maneira da empresa se reorganizar será buscando financiamento por meio de: a) credores antigos, que participaram do plano de recuperação judicial e votaram pela sua aprovação ou reprovação; b) credores novos, cuja concessão, ou não, do recurso dependerá unicamente de sua percepção de risco e retorno implícita na operação; c) Venda de ativos, como por exemplo máquinas, equipamentos, terrenos ou até adiantamento de recebíveis (Hotchkiss et. al, 2008; Kirschbaum, 2009; Triantis, 1993).

A dificuldade de obtenção de recursos para empresas com problemas financeiros se agrava com problemas de assimetria informacional, conflito de interesses e *holdout* (Hotchkiss et. al., 2008; Senbet & Wang, 2010).

Para Senbet e Wang (2010) em um processo de reestruturação a alocação de riquezas entre diferentes classes de requerentes surgem problemas como conflitos de interesse que podem se tornar um fator crítico na eficiência do processo de reorganização.

Segundo Myers (1977), o problema do conflito de interesse para organizações que tomam decisões com foco nos acionistas, tende a apresentar uma alocação sub-ótima dos recursos voltados ao investimento, tal situação também é conhecida como *underinvestment problem*. Ainda na visão do autor, tal problema implica diminuição no valor de mercado da companhia, uma vez que o valor é composto pelo preço dos ativos já instalados mais as “opções reais”, ou oportunidades de investimento, e assim a restrição financeira pode implicar que tais opções não sejam exercidas.

Uma forma de atenuar o *underinvestment problem* é proporcionar maior senioridade aos credores de novas dívidas, outra possibilidade é a utilização de lastros em ativos, dívidas seguradas e covenants com diferentes classes de senioridade para mitigar o problema (Hotchkiss et. al., 2008; Myers, 1977; Stulz & Johnson, 1985).

No Brasil encontram-se poucos trabalhos relacionados ao tema de reorganização das empresas à luz da nova lei. Que seja de nosso conhecimento nenhum que analise detalhadamente os principais meios de recuperação adotados pelas empresas para sair da recuperação judicial. Pode-se citar como exemplo, Funchal (2006) investiga a relação entre oferta de crédito e a nova lei de falências, Perez (2007) estuda os fatores críticos para o sucesso na recuperação judicial, Sica (2009) apresenta o papel das recuperações extrajudiciais no Brasil, Kirschbaum (2009) avalia questões sobre governança corporativa, financiamento extraconcursal e negociação do plano de recuperação judicial, Funchal e Clovis (2009) relacionam os efeitos da mudança da lei sobre a estrutura de capital das firmas brasileiras,

Araújo, Ferreira e Funchal (2012) apresentam como a lei de falências de 2005 afetou o mercado de crédito no Brasil, Assis (2012) apresenta uma análise descritiva dos processos de recuperação judicial de empresas no Rio de Janeiro analisando os prazos legais de concessão da recuperação judicial e a observância do tempo limite para encerramento do processo. Por sua vez, Ponticelli e Alencar (2016) avaliam empiricamente até que ponto os efeitos da reforma na lei dependem da execução judicial, Silva e Saito (2018) identificam os determinantes de atraso na votação do plano de recuperação e analisam como votam os diferentes credores num processo de recuperação judicial e por fim Silva, Sampaio e Galucci (2018) apresentam a relação entre os pedidos de recuperação judicial a as variáveis macroeconômicas.

O presente artigo faz uma análise descritiva de 296 pedidos de recuperação e os resultados indicam que a venda de ativo é o principal meio de reorganização adotado pelas empresas em recuperação judicial, além disso percebeu-se uma relação positiva entre alavancagem e venda de ativos. Os outros meios de reorganização mais utilizados são: fusão, incorporação ou cisão, trespasse ou arrendamento de estabelecimentos, dação em pagamento e novação da dívida e a equalização de encargos financeiros.

O artigo está estruturado da seguinte maneira: na seção 2 apresenta-se a revisão da literatura, na seção 3 a metodologia e como os dados foram coletados, na seção 4 apresentam-se os resultados e, por fim, na seção 5 a conclusão do artigo.

2 Referencial Teórico

Esta sessão está dividida em 6 partes, sendo que na primeira parte apresenta-se uma visão geral sobre problemas advindos da restrição financeira e os potenciais incentivos à recuperação na primeira parte, a segunda parte abordada as questões da venda de ativos. Na terceira parte trata-se da reestruturação da dívida e a emissão de novos títulos de dívida, depois, trata-se sobre as mudanças na gestão do *board*, e por fim, a quinta parte versa sobre a mudança do controle acionário e por fim, a sexta parte apresenta os meios de recuperação previstos na lei 11.101.

2.1 Problemas da restrição financeira e incentivos à reorganização

O trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958) desenvolve a ideia que em circunstâncias nas quais decisões de investimento são separadas das decisões de financiamento, num mercado sem fricções, a possibilidade de decretar falência não impacta no valor de mercado de uma empresa. Nesta oportunidade, a falência apenas implica

transferência de recursos de acionistas para credores, não sendo importante para criação ou destruição de valor. No entanto, o relaxamento posterior de hipóteses vinculadas à ideia de mercado perfeito em Modigliani e Miller (1963), proporcionou a constatação de que custos associados ao excesso de endividamento são importantes para a determinação da estrutura de capital de uma empresa e, por conseguinte, a análise de geração de valor.

O trabalho de Myers (1977) avança as contribuições de MM (1958) mostrando que a dívida das organizações está inversamente relacionada à proporção do valor de mercado que é explicado pelas opções reais ou oportunidades de investimento e apresenta a importância dos custos de falências nesta determinação.

Nesse sentido, Altman e Hotchkiss (2006) apresentam uma ampla revisão da literatura sobre as estimativas de custos diretos em processos de reorganização e liquidação. Já em relação aos custos indiretos, devido às suas características endógenas, é difícil estimar taxas de custo, porém sabe-se que estes são muito superiores aos custos diretos (Hotchkiss et. al., 2008).

A literatura sobre falência e recuperação de empresas enfatiza problemas de assimetria informacional, conflitos de interesse, distribuição de recursos, liquidação de ativos, custos de recuperação e fechamento de uma empresa, *holdout*, entre outros, para aferir as escolhas de credores e devedores (Hotchkiss et. al., 2008; Senbet & Wang, 2010).

Giammarino (1989) demonstra que fatores de assimetria de informação são as principais causas para credores escolherem processos de falências mais custosos e Carapeto (2005) afirma que os problemas de assimetria de informação farão com que se tenha negociações mais demoradas antes de que se chegue a um acordo.

Gertner e Scharfstein (1991), Senbet e Seward (1995), afirmam que os problemas de *holdout* surgem com a existência de estruturas de capitais complexas.

Cabe, portanto, aos códigos de falência, prover a minimização dos problemas supracitados (Hotchkiss et. al., 2008; Kirschbaum, 2009; Triantis, 1993).

As principais razões para uma empresa optar pela reestruturação podem ser a preservação de valores organizacionais e a possibilidade de oportunidades de investimentos atrativos (Chen, Weston, & Altman, 1995). Ao enfrentar dificuldades financeiras, o valor atual de uma empresa tende a ficar abaixo do valor de mercado exigido pelos credores, no entanto, tal situação não significa necessariamente que a empresa não possui oportunidades lucrativas de investimento. Desta forma, a reestruturação seria indicada para empresas com problemas advindos de excesso de endividamento e que ainda possuem capacidade de

recuperação e bom desempenho em seus respectivos setores de atuação (Chen et al., 1995; Kirschbaum, 2009; Senbet & Wang, 2010).

Para Gilson (1997) nos casos de insolvência financeira, o incentivo para reestruturação aparece quando os valores de mercado caem significativamente abaixo do potencial ou valor intrínseco de uma empresa.

2.2 Venda de ativos

A empresa pode vender seus ativos para honrar seus compromissos com credores. Contudo, a necessidade de “fazer dinheiro” rapidamente com os ativos, pode reduzir substancialmente o montante obtido com a venda e, desta forma, representar valor inferior ao valor real do ativo, gerando perda de valor para a empresa (Kirschbaum, 2009).

Nesse sentido Hotchkiss et. al., (2008) afirma que a venda de ativos tangíveis pode facilitar a geração de caixa, entretanto a venda prematura de ativos líquidos pode implicar destruição no valor da continuidade da operação da organização.

Shleifer e Vishny (1992) estudam os determinantes do custo de liquidação relacionados a venda de ativos, concentrando-se em aspectos como liquidez, restrições de crédito da indústria e descobrem que o preço recebido pela venda de ativos para empresas em situação de insolvência pode sofrer reduções de grande proporção se o setor de atuação também estiver com problemas.

Senbet e Wang (2010) justificam que em geral credores preferem a liquidação de ativos, uma vez que tal procedimento acelera o recebimento de dinheiro. Portanto, a realização de reestruturação via venda de ativos pode proporcionar transferência de riqueza de acionistas para credores.

A literatura ainda apresenta a característica informacional da venda de ativos para o mercado e, conforme o estudo de Sicherman e Pettway (1992) que analisaram compradores e vendedores de um mesmo ativo, encontram retornos anormais positivos para ambas empresas, decorrentes do anúncio de venda/compra, porém em menor intensidade para as firmas que vendem ativos e que sofreram uma queda no *rating* de crédito nos dois anos anteriores ao anúncio.

Brown et al. (1993) examinam as características das empresas em dificuldade financeira que vendem ativos e encontram que normalmente estão com desempenho operacional fraco e condição financeira crítica, além disso indicam que a alavancagem é determinante para a venda de ativos. Nesse sentido Ofek (1993) vai apresentar como positiva a relação entre probabilidade de venda de ativos com o grau de alavancagem e Kruse (2002)

por sua vez encontra que a probabilidade de venda dos ativos está relacionada a possibilidade de crescimento da indústria, a propensão à venda do ativo fica maior caso a empresa esteja restrita financeiramente ou tenha feito a aquisição do ativo num período de baixo resultado operacional.

Portanto, existem evidências empíricas demonstrando que a venda de ativo é um importante meio de reorganização para as empresas com restrições financeiras, segundo Hotchkiss (1995) muitas empresas que saem do processo de recuperação judicial vendem uma parte substancial de seus ativos durante o processo de reestruturação. Da mesma forma, Asquith et al. (1994) corroboram para esta ideia encontrando que a venda de ativos é um importante meio de evitar a falência e os recursos em sua maioria são utilizados para pagar dívidas com maior grau de prioridade, e além disso os autores encontram que a probabilidade de venda de ativos diminui conforme a alavancagem da indústria.

Nesse sentido os estudos sobre venda de ativos vão traçar ainda uma correlação positiva entre as variáveis liquidez do ativo, tamanho da dívida e prazo da dívida (Alderson & Betker, 1995; Benmelech, Garmaise, & Maksimovic, 2005). E ainda apresenta que fatores macroeconômicos podem influenciar na venda de ativos de uma indústria, conforme é apresentado por Maksimovic e Phillips (1998), devedoras em indústrias em amplo crescimento econômico são mais propensas a vender ativos que empresas de indústrias em declínio.

No geral, a venda de ativos demonstra como a empresa devedora lida com a dificuldade financeira, e, embora tal medida seja feita em conjunto com renegociação de contratos financeiros é razoável se pensar que a venda dos ativos é um mecanismo de baixo custo para se resolver os problemas financeiros da organização (Hotchkiss et. al. 2008).

2.3 Reestruturação da dívida e emissão de nova dívida

Reestruturação de dívida pode ser entendida como uma negociação na qual um contrato de dívida existente é substituído por um novo contrato com redução de taxa de juros, dilatação de prazo de pagamento ou convertido em ação ordinária ou ainda valores mobiliários diversos (Hotchkiss et. al. 2008).

No entanto, o sucesso da reestruturação de dívidas dependerá das características dos contratos de dívida, do credor e obviamente, se a dívida foi obtida por meio da emissão de títulos, como debêntures, para diferentes credores ou se a dívida está concentrada em poucos credores, como por exemplo bancos (Kirschbaum, 2009).

Asquith et al. (1994) estudam a reorganização financeira e encontram que após uma situação de *default* sempre há uma reestruturação e, em geral os bancos como maiores credores de reestruturações privadas, respondem exigindo pagamento antecipados, ou ainda reduzindo o acesso a novos créditos, outros achados vão na linha de que os bancos podem abrir mão de algumas cláusulas do contrato financeiro, porém, não abrem mão do recebimento do principal. James (1995) por sua vez vai afirmar que os bancos são mais propensos a perdoar o principal e tomar participação acionária quando uma fração pequena da dívida é detida por credores de títulos públicos.

Franks e Torous (1994) estudam as características das mudanças das dívidas, e descobrem que a maior parte das dívidas sêniores são pagas na forma de dinheiro, enquanto a maior parte do pagamento para dívidas subordinadas são feitas por meio de conversão dos títulos em ações ordinárias. Além disso, em relação ao processo de reorganização, o dinheiro é menos usado uma vez que o acionista começa a reter uma parte do patrimônio da firma.

Para Gertner e Scharfstein (1991), o código de falência tende a aumentar o incentivo ao investimento em empresas com restrições financeiras, porém, tais investimentos dependem das características dos contratos financeiros, como estrutura de vencimento, *covenants*, e a prioridade da dívida.

Dado que poder de barganha do devedor é pequeno, pois os credores possuem o direito de converter a recuperação judicial em falência, tais credores já sofreram com *default* por parte da devedora, um novo empréstimo implicará mudanças nas estruturas dos contratos financeiros (Gertner & Scharfstein, 1991).

Considerando que o financiamento por meio de uma nova dívida é mais comum para as organizações solventes, Senbet e Wang (2010) afirmam ser difícil levantar fundos de credores sem uso garantias, isso porque, em geral os credores com garantias reais ficarão com a maior parte dos ganhos de investimento, enquanto novos financiadores não garantidos suportarão o custo total do investimento.

Ainda nesse sentido, Stulz e Johnson (1985) defendem que para o acionista de uma empresa é mais vantajoso financiar novos projetos com o uso de dívida garantida, pressupondo que gere valor incremental, pois isso implica em um aumento de valor para empresa e uma conseqüente diminuição do problema de subinvestimento.

Triantis (1993) ainda apresenta o argumento que caso a devedora emitisse títulos de dívida sem garantias, o mercado cobraria uma taxa de juros quase igual à taxa de retorno que os acionistas esperam receber, o que tornaria impeditivo tal emissão.

Analisando os aspectos informacionais das decisões de reorganização da dívida Brow et al. (1993) examinam como um tipo de título oferecido no plano de recuperação judicial relaciona-se com a assimetria de informação e encontram um retorno anormal positivo para empresas que ofertam capital próprio aos credores sem capital aberto e dívidas garantidas à empresas listadas, entretanto os autores verificam a existência de um retorno anormal negativo caso a empresa ofereça à credores sem capital aberto dívidas garantidas e capital próprio à empresas com capital aberto em bolsa de valores.

2.4 Mudança dos Administradores e do *Board*

Após o pedido de recuperação judicial os gestores gozam da prerrogativa de serem mantidos em seus cargos, entretanto há uma alta taxa de rotatividade na alta gestão e apesar da prerrogativa da lei, é improvável que os mesmos gestores que efetuaram o pedido de recuperação judicial estejam nela quando esta sair do processo (Ayotte & Morrison, 2007; Betker, 1995; Gilson, 1989; Hotchkiss, 1995).

Em seu estudo com uma amostra de 69 empresas angustiadas financeiramente, Gilson (1989) encontra evidências de uma taxa de rotatividade da ordem de 71% dois anos antes e dois anos depois do pedido da recuperação judicial, essa taxa é ainda alavancada caso o a empresa opte pela reorganização por meio do tribunal em detrimento à recuperação extrajudicial. Outro aspecto interessante deste estudo é que nenhum desses CEO's ou presidentes costumam ser empregados em outras grandes empresas de capital aberto num período de três anos após sua demissão da empresa.

Outro trabalho empírico de Gilson (1990) investigou a mudança no *board* de empresas financeiramente aflitas e sua principal contribuição é que há uma diminuição no tamanho médio do *board* além de mudanças de membros do *board* por especialistas ou por pessoas com algum interesse específico pela empresa.

Em síntese, a literatura documenta elevadas taxas de *turnover* para a alta gestão e para o *board* das empresas e sugere que os custos pessoais para os gestores são elevados visto a dificuldade para serem empregado após um pedido de recuperação judicial.

2.5 Mudança de controle

Dentre as várias soluções para a insolvência da empresa, uma saída comum é a alteração do controle acionário, e a principal razão para que isso aconteça é o mau desempenho operacional da organização, assim grande parte das ações são distribuídas aos credores conforme seus graus de prioridade.

Gilson (1990) estuda 61 empresas em recuperação judicial e encontra que 80% destas transformam a dívida dos credores em ação, esta permuta pode fazer com que o controle acionário mude de mãos. James (1995) por sua vez tem uma amostra de 102 empresas e encontra que os bancos tomam posição acionária em 31% das negociações.

Hotchkiss e Mooradian (1998) defendem que o meio de recuperação mais utilizado é a venda de ativos enquanto a mudança de controle acionário ou as fusões e aquisição são pouco utilizados, segundo os autores isso talvez se deva ao fato de a lei incentivar a continuidade da gestão na empresa, o que tira incentivos à compra da mesma.

Neste estudo os autores analisam uma amostra de 55 aquisições de empresas em recuperação judicial por outras empresas de capital aberto e encontram que em geral a fusão acontece com empresas que já tinham algum relacionamento anterior, por meio da compra de ativos, por exemplo. Além disso, existe uma grande competição pela compra da empresa em um terço dos casos.

A injeção de capital é outra forma de mudar o controle acionário para um novo investidor, e existem evidências empíricas de novos acionistas majoritários contribuem significativamente para melhoria da governança da empresa afilta financeiramente (Gilson, Hotchkiss, & Ruback, 2000).

2.6 Meios de recuperação

Um das inovações decorrentes da nova legislação falimentar está presente no artigo 50 da lei 11.101/05 que apresenta os principais meios de reorganização possível de se adotar em contraposição à lei 7.661/45 que propunha apenas uma dilatação nos prazos de pagamentos e sequer permitia a mudança de controle acionário (Lei n. 7.661, 1945; Lei n. 11.101, 2005).

Segundo o artigo 50 da lei 11.101 os meios de recuperação que podem ser adotados são:

- “I – Concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas;
- II – cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente;
- III – alteração do controle societário;
- IV – substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos;
- V – concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar;
- VI – aumento de capital social;

- VII – trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados;
 - VIII – redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva;
 - IX – dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiros;
 - X – constituição de sociedade de credores;
 - XI – venda parcial dos bens;
 - XII – equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;
 - XIII – usufruto da empresa;
 - XIV – administração compartilhada;
 - XV – emissão de valores mobiliários;
 - XVI – constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor.
- § 1º Na alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia.
- § 2º Nos créditos em moeda estrangeira, a variação cambial será conservada como parâmetro de indexação da correspondente obrigação e só poderá ser afastada se o credor titular do respectivo crédito aprovar expressamente previsão diversa no plano de recuperação judicial.” (Lei n. 11.101, 2005).

3 Metodologia

Esta sessão está dividida em 4 partes, sendo a primeira composta pela definição e justificativa da metodologia adotada, a segunda parte apresenta os dados da amostra e como se deu a coleta de dados, na terceira parte apresenta-se a relevância da amostra em relação à população e na quarta parte são apresentadas as estatísticas descritivas detalhadas das variáveis dívida e ativo imobilizado.

3.1 Definição de justificativa da metodologia

O estudo dos sobre os principais meios de reorganização adotado pelas empresas em Recuperação judicial busca evidenciar o comportamento das empresas para se reorganizarem, à luz do artigo 50 da lei de falências, para tanto a metodologia adotada nesta pesquisa será análise documental dos planos de recuperação homologados na justiça.

O tema recuperação judicial costuma ser estudado por meio de análises documentais conforme Janssen, Schmiesing e Schroeder (1988) que analisaram 219 planos de recuperação em Dakota do Sul para determinar as características das empresas do setor de agricultura que entram em recuperação judicial. Em finanças encontramos os trabalhos de Lawless e Ferris

(1997) e Warner (1977), que estudam os custos diretos de falência em empresas dos mais diversos tamanhos, grandes empresas férreas ou pequenas empresas.

Em posse disso, podemos concluir que o uso de uma metodologia descritiva de análise documental se mostra adequada para pesquisas sobre o tema recuperação judicial e é utilizado em finanças para dar embasamento a análises empíricas.

3.2 Coleta de dados e descrição da amostra

A amostra é composta por 296 empresas que tiveram seus pedidos de recuperação judicial deferidos nos tribunais de justiça no período de 2006 a 2018.

Os planos de recuperação judicial foram obtidos por meios eletrônicos nos sites das empresas em recuperação ou de escritórios especializados e as informações sobre ano de pedido de recuperação, configuração jurídica, região, setor, configuração jurídica, valores da dívida e meios de reorganização foram coletadas do plano de recuperação judicial.

As informações sobre ativo imobilizado foram obtidas por meio de pesquisa aos processos nos tribunais de justiça em balanços anexos ao processo ou ainda relatórios de atividades.

Conforme pode-se verificar na tabela 1, a amostra é composta em sua maior parte por empresas do tipo limitada (LTDA) com mais de 200 observação e representando 74% da amostra, seguido pelas empresas do tipo S/A com 21% de representatividade.

Tabela 1
Configuração Jurídica

Tipo	Quantidade	Distribuição
LTDA	219	74%
S/A	61	21%
EIRELI	16	5%
Total	296	

As regiões sul e sudeste concentram mais de 80% das observações da amostra, a exemplo do que encontramos no trabalho de Silva et al. (2018) cuja amostra apresenta característica semelhante com poucos planos de recuperação das regiões norte e nordeste.

Tabela 2
Distribuição Geográfica

Região	Quantidade	Distribuição
Norte	2	1%
Nordeste	2	1%
Centro-oeste	46	16%
Sudeste	124	42%

Sul	122	41%
Total	296	

Em adição, na tabela 3 apresentamos os setores da economia que estão representados na amostra, a escolha da nomenclatura dos setores foi baseada na classificação que é feita pela empresa Serasa Experian responsável pela publicação mensal um relatório de movimento falimentar e de recuperação judiciais deferidas no Brasil. O setor mais representativo da amostra é a indústria, seguido pelo comércio, serviços e por fim o setor primário.

Tabela 3
Setores da Economia

Setor	Quantidade	Distribuição
Comércio	78	26%
Indústria	138	47%
Primário	23	8%
Serviço	57	19%
Total	296	

3.3 Relevância da amostra

No período de 2006 a 2018, a quantidade de empresas que tiveram seu pedido de recuperação judicial deferido pelo tribunal cresceu exponencialmente em especial no período da recessão econômica que assolou o Brasil a partir de 2014, conforme os dados do Serasa Experian, apresentados na figura 1, com destaque para o ano de 2017 com mais de 600 pedido de recuperação judicial deferidos.

No total, foram concedidas 3653 recuperações judiciais até o fim de 2018, portanto nossa amostra de 296 representa 8,1% da população e apresenta o mesmo comportamento da população, pois o número de pedidos da amostra cresce a partir de 2014.

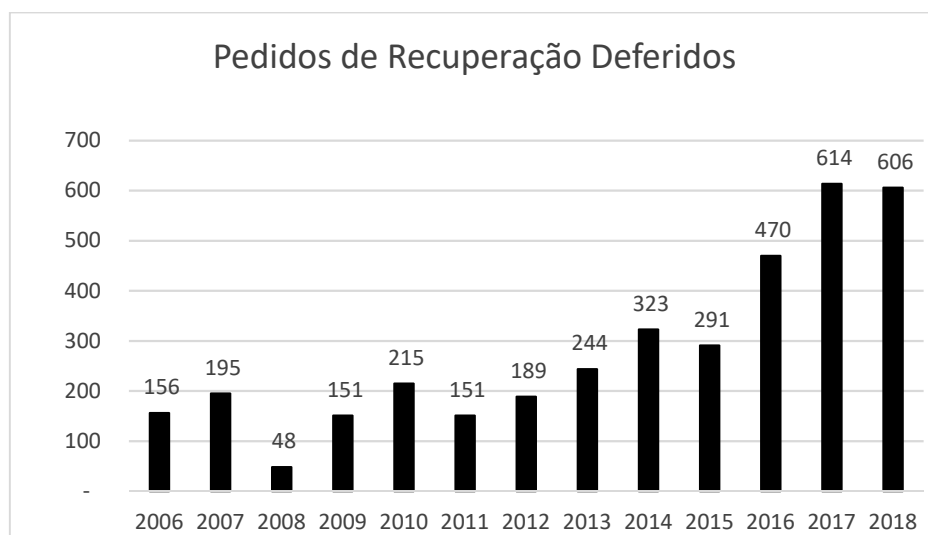


Figura 1. Recuperações judiciais concedidas no Brasil

Nota. Fonte: Adaptado de Serasa Experian (<https://www.serasaexperian.com.br/amplie-seus-conhecimentos/indicadores-economicos>, recuperado em 20 de junho, 2019).

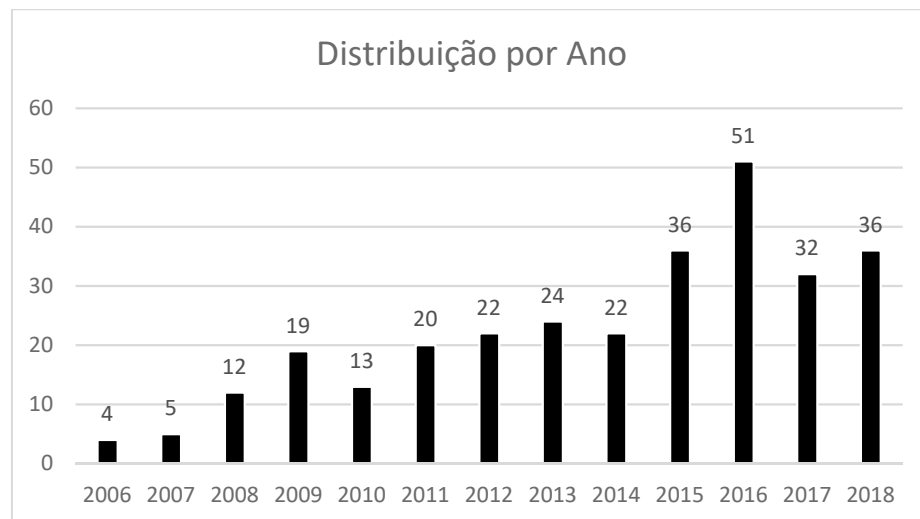


Figura 2. Distribuição por ano dos planos de recuperação judicial analisados.

A composição da dívida é apresentada na tabela 4 destacando o tamanho da dívida com todos tipos de credores, trabalhistas, com garantia real e quirografários além dos disso tabela detalha a dívida por tipos de empresa, alavancagem, que foi calculada por tamanho da dívida total e segregadas por quartis, e por fim temos a análise por setor da economia.

De maneira geral as empresas possuem a maior parte de suas dívidas composta por credores quirografários, pois como pode-se verificar a média de dívida da amostra com credores trabalhistas é de R\$8MM, enquanto a média do credor quirografário foi de 401MM aproximadamente 50 vezes maior que a dívida trabalhista.

3.4 Estatísticas descritivas das variáveis dívida e ativo imobilizado

Tabela 4

Estatística descritiva da dívida por credor

A: Configuração da Dívida por Configuração Jurídica (R\$ Milhões)															
Credor Trabalhista						Credor Garantia Real					Credor Garantias Quirográficas				
Tipo	Obs	Mín	Máx	Média	Desvio-Padrão	Obs	Mín	Máx	Média	Desvio-Padrão	Obs	Mín	Máx	Média	Desvio-Padrão
LTDA	(175)	R\$ 0,0004	R\$ 116	R\$ 2	R\$ 8	(125)	R\$ 0,02	R\$ 1.276	R\$ 12	R\$ 88	(218)	R\$ 0,01	R\$ 1.426	R\$ 37	R\$ 125
S/A	(57)	R\$ 0,2	R\$ 1.105	R\$ 33	R\$ 494	(44)	R\$ 0,02	R\$ 3.327	R\$ 159	R\$ 7.910	(61)	R\$ 3	R\$ 60.533	R\$ 1.808	R\$ 8.462
EIRELI	(10)	R\$ 0,01	R\$ 3	R\$ 0,4	R\$ 0,8	(4)	R\$ 0,9	R\$ 3	R\$ 0,5	R\$ 1	(16)	R\$ 0,9	R\$ 23	R\$ 8	R\$ 7
B: Configuração da Dívida por Alavancagem															
Posição	Obs	Mín	Máx	Média	Desvio-Padrão	Obs	Mín	Máx	Média	Desvio-Padrão	Obs	Mín	Máx	Média	Desvio-Padrão
T1	(98)	R\$ 0,0004	R\$ 2	R\$ 0,2	R\$ 0,4	(27)	R\$ 0,1	R\$ 3	R\$ 0,3	R\$ 0,6	(73)	R\$ 0,07	R\$ 5	R\$ 2	R\$ 1
T2	(99)	R\$ 0,001	R\$ 17	R\$ 1	R\$ 2	(85)	R\$ 0,02	R\$ 33	R\$ 3	R\$ 6	(148)	R\$ 0,01	R\$ 53	R\$ 16	R\$ 12
T3	(99)	R\$ 0,03	R\$ 1.105	R\$ 30	R\$ 129	(61)	R\$ 0,6	R\$ 3.327	R\$ 161	R\$ 468	(74)	R\$ 20	R\$ 60.533	R\$ 1.568	R\$ 7.422
C: Configuração da Dívida por Setor															
Setor	Obs	Mín	Máx	Média	Desvio-Padrão	Obs	Mín	Máx	Média	Desvio-Padrão	Obs	Mín	Máx	Média	Desvio-Padrão
Comércio	(52)	R\$ 0,0004	R\$ 1.105	R\$ 16	R\$ 125	(39)	R\$ 0,09	R\$ 3.327	R\$ 76	R\$ 421	(78)	R\$ 0,2	R\$ 60.533	R\$ 836	R\$ 6.851
Indústria	(117)	R\$ 0,001	R\$ 119	R\$ 4	R\$ 14	(90)	R\$ 0,02	R\$ 1.276	R\$ 21	R\$ 112	(137)	R\$ 0,07	R\$ 13.100	R\$ 183	R\$ 1.148
Primário	(23)	R\$ 0,002	R\$ 51	R\$ 7	R\$ 14	(22)	R\$ 0,9	R\$ 635	R\$ 89	R\$ 141	(23)	R\$ 5	R\$ 3.211	R\$ 343	R\$ 694
Serviço	(50)	R\$ 0,001	R\$ 116	R\$ 8	R\$ 19	(22)	R\$ 0,02	R\$ 1.197	R\$ 28	R\$ 159	(57)	R\$ 0,01	R\$ 7.244	R\$ 355	R\$ 1.222
Total		R\$0,0004	R\$1.105	R\$ 8	R\$ 66		R\$0,02	R\$3.327	R\$ 42	R\$ 243		R\$0,01	R\$60.533	R\$ 401	R\$ 3.641

Nota. Na tabela encontram-se as estatísticas descritivas da dívida separada por tipo de credor com valores em R\$ milhões, os números entre (parênteses) indicam o número de observações para cada configuração e tipo de credor.

Tabela 5
Estatística descritiva da dívida total

A: Dívida Total Por configuração Jurídica (R\$ Milhões)				
Tipo	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
	R\$	R\$	R\$	R\$
LTDA	0,08	2.704	51	206
	R\$	R\$	R\$	R\$
S/A	5,09	64.965	2.000	8.462
	R\$	R\$	R\$	R\$
EIRELI	0,99	23	8	7

B: Dívida Total por Tercil				
Tercil	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
	R\$	R\$	R\$	R\$
1°	0,08	5	2	1
	R\$	R\$	R\$	R\$
2°	4,85	53	20	13
	R\$	R\$	R\$	R\$
3°	54,36	64.965	1.760	7.693

C: Dívida Total por Setor				
Setor	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
	R\$	R\$	R\$	R\$
Comércio	0,46	64.965	927	7.356
	R\$	R\$	R\$	R\$
Indústria	0,10	13.100	208	1.170
	R\$	R\$	R\$	R\$
Primário	7,34	3.278	439	714
	R\$	R\$	R\$	R\$
Serviços	0,08	7.385	390	2
	R\$	R\$	R\$	R\$
Total	0,08	64.965	451	3.901

Nota. Na tabela encontram-se as estatísticas descritivas da dívida total com valores em R\$ milhões.

As empresas do tipo S/A se mostraram mais alavancadas para os três tipos de credores com destaque para a média da dívida com credores quirografários que atingia a barreira de R\$1,8 Bi enquanto as empresas do tipo LTDA apresentaram uma média de apenas R\$ 37MM.

Outro ponto importante de se destacar é o tamanho do desvio-padrão para todos tipos credores e todos tipos de empresas se mostrou muito alto sugerindo uma amplitude de dívida muito grande, com presença de *outliers*, por este motivo procedemos a separação da dívida por tercil, a fim de conseguirmos melhorar a análise.

Já no que tange aos setores da economia temos algumas variações interessantes na amostra, por exemplo o comércio possui altos graus de endividamento com credores trabalhistas e credores quirografários, enquanto que o setor primário é o mais alavancado com credores com garantia real, talvez isso se deva ao fato destas empresas terem opção de empenharem parte de suas colheitas futuras como garantia para pagamento das dívidas,

enquanto os outros setores dificilmente conseguem trabalhar desta maneira e as garantias que podem utilizar se limita aos imóveis ou máquinas que possuem.

Por fim, as dívidas quirográficas para as empresas do comércio são da ordem de R\$800MM, na média, enquanto a indústria tem um endividamento médio de R\$ 183MM com esta classe de credor.

Na tabela 5 apresenta-se um resumo da dívida total das empresas, interessante notar a amplitude dos valores das dívidas na amostra que vão de R\$ 8 K a 64,5 Bi, a média ficou em R\$ 451 M e o desvio-padrão total 3Bi, há, portanto na amostra uma heterogeneidade de portes e de alavancagem.

As empresas do Tipo S/A são as mais alavancadas com o tamanho médio da dívida em R\$ 2 Bi contra R\$51MM das LTDA e R\$8MM das EIRELI, por sua vez os setores mais endividados são o comércio cuja dívida na média é de R\$ 927 MM, seguido pelo setor primário com R\$439MM de dívida, e a indústria se mostrou o setor menos alavancado.

Tabela 6
Estatística descritiva do ativo imobilizado

A: Tamanho do Ativo por Configuração Jurídica (R\$ Milhões)					
Tipo	Obs	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
		R\$	R\$	R\$	R\$
LTDA	(142)	0,04	704	28	86
		R\$	R\$	R\$	R\$
S/A	(47)	0,05	10.027	856	2.168
		R\$	R\$	R\$	R\$
EIRELI	(13)	0,01	6	2	2

B: Tamanho do Ativo por Tamanho da Dívida					
Posição	Obs	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
		R\$	R\$	R\$	R\$
T1	(46)	0,01	454	12	67
		R\$	R\$	R\$	R\$
T2	(97)	0,04	367	17	41
		R\$	R\$	R\$	R\$
T3	(52)	0,58	10.027	712	1.954

C: Tamanho do Ativo por Setor					
Setor	Obs	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
		R\$	R\$	R\$	R\$
Comércio	(52)	0,04	9.393	341	1.518
		R\$	R\$	R\$	R\$
Indústria	(92)	0,01	10.027	158	1.045
		R\$	R\$	R\$	R\$
Primário	(18)	3,17	1.121	198	312
		R\$	R\$	R\$	R\$
Serviço	(40)	0,05	3.468	209	759

	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Total	R\$	0,01	10.027	219	1.098

Nota. Na tabela encontram-se as estatísticas descritivas do ativo imobilizado com valores em R\$ milhões, os destaques em **negrito** representam os valores que serão explorados pelo autor. Os números apresentados entre (parênteses) representam as observações para cada tipo de empresa, tercil ou setor.

Na tabela 6 são apresentadas as estatísticas da variável ativo imobilizado, e como era de se esperar as empresas do tipo S/A possuem um ativo de R\$ 856 MM enquanto as empresas do tipo LTDA e EIRELI, apresentaram o valor de R\$28MM e 8MM respectivamente.

Ao analisar o tamanho do ativo por tamanho da dívida encontramos uma relação positiva entre as variáveis, pois as empresas do primeiro tercil, ou seja, as empresas menos alavancadas da amostra, tem média de ativo em R\$ 12 MM, no segundo tercil este valor aumenta para R\$17MM e atinge R\$712MM para as empresas do terceiro tercil, tal relação foi estudada na literatura por Alderson e Betker (1995) e Benmelech, Garmaise e Maksimovic (2005) e nossa mostrou aderência a estes critérios analisados pela literatura.

O setor comércio é maior em tamanho de ativo com R\$ 341 MM de média, o setor industrial chama atenção por ser o menor entre os 4 setores, porém apresentou uma amplitude muito grande, seus ativos variam entre R\$ 10K e 10 Bi, o setor de serviços é o segundo maior e o setor primário é apenas o terceiro com R\$ 198MM de média.

4 Análise dos Resultados

Esta sessão está dividida em 2 partes, sendo a primeira composta análise dos meios de recuperação mais usados, o que possibilitará responder à pergunta de pesquisa, a segunda parte amplia um pouco a análise sobre o inciso I do artigo 50 da nova lei de falências, que trata da dilatação de prazos e condições especiais para o pagamento da dívida, uma vez que todas empresas ao entrarem com o pedido de recuperação judicial buscam principalmente usufruir dos benefícios contidos neste trecho da lei.

4.1 Meios de recuperação mais adotados

A amostra apresentou como principais meios de reorganização a cisão, fusão (inciso II), trespasse ou arrendamento de estabelecimento (inciso VII), dação ou novação da dívida (inciso IX), a venda de ativos (inciso XI) e a equalização de encargos financeiros (inciso XII) conforme pode-se evidenciar na tabela 7. Com destaque para a venda de ativos que foi mencionada em 60% dos planos analisados, indo ao encontro do que é tratado na literatura sobre o tema.

Por sua vez os incisos V, XIII e XIV que tratam respectivamente do direito dos credores elegerem administradores, usufruto da empresa e a administração compartilhada, foram os meios de recuperação para o qual as empresas menos recorreram.

A análise dos dados foi feita seguindo os controles adotados durante todo o artigo, por configuração jurídica, alavancagem e setor, para assim detalhar algumas características das empresas em relação aos meios de reorganização adotados.

Vale ressaltar que não foi considerada a adoção do inciso I, que versa sobre a concessão de prazos e condições de pagamentos, pois todas empresas ao solicitarem a recuperação judicial buscam por este benefício, dessa forma o inciso I tem um percentual de adoção de 100% das empresas, e por conta disso as características destas condições de pagamento, deságio e carência serão descritas posteriormente na segunda parte deste capítulo.

Tabela 7

Meios de reorganização

Inciso	Descrição	Observações	%
I	Concessão de prazos e condições especiais de pagamentos	296	100%
II	Cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade	106	36%
III	Alteração do controle societário	74	25%
IV	Substituição total ou parcial dos administradores	52	18%
V	Credores com direito de eleição de administradores	4	1%
VI	Aumento de capital	63	21%
VII	Trespasse ou arrendamento de estabelecimento	110	37%
VIII	Redução salarial e redução de jornada	16	5%
IX	Dação em pagamento ou novação de dívidas	152	51%
X	Constituição de sociedade de credores	17	6%
XI	Venda parcial dos bens	179	60%
XII	Equalização de encargos financeiros relativos a débitos	92	31%
XIII	Usufruto de empresa	6	2%
XIV	Administração compartilhada	7	2%
XV	Emissão de valores mobiliários	48	16%
XVI	Constituição de sociedade de propósito específico	28	9%
Total Empresas (Observações)		296	

Nota. Nesta tabela são apresentadas as proporções de empresas da amostra como um todo que optaram por determinado meio de reorganização. Os valores destacados em **negritos** representam os 5 meios de recuperação mais utilizados.

Como apresentado anteriormente, a venda de ativos se constituiu como a principal maneira de reorganização, o que aponta a tabela 8, esta medida é adotada e relevante para todos tipos de empresa, porém é mais relevante para as empresas do tipo S/A, visto que 84% delas optaram por seu uso, contra 56% LTDA e apenas 31% EIRELI. No caso desta última, a venda de ativos é apenas a terceira opção mais utilizada.

Tal observação se mostrou consistente, pois ao efetuarmos o teste de diferenças de proporções, para todos tipos empresas, quando comparadas, se mostram significantes a 1%, conforme demonstrado na tabela 9.

Tal evidência corrobora com os estudos de Asquith et al. (1994), Hotchkiss (1995), Hotchkiss e Mooradian (1998), Hotchkiss et. al. (2008) e Eckbo e Thorburn (2008) que sugerem a venda de ativos como principal meio de reorganização para empresas financeiramente restritas evitarem a falência.

Partindo para o quadrante da alavancagem na tabela 8, é possível identificar que 84% das empresas do terceiro tercil, portanto as mais alavancadas, vendem seus ativos no intuito de se reorganizarem, enquanto as empresas do primeiro tercil utilizam deste meio em apenas 38% das situações analisadas e em todas comparações as proporções se mostraram significantes estatisticamente. Logo, infere-se aqui que há uma relação positiva entre alavancagem e venda de ativos tal qual foi apresentada nos estudos de Alderson e Betker (1995), Benmelech et al. (2005), Brown et al. (1993).

Tabela 8
Meios de reorganização detalhado

Inciso	Descrição	Configuração Jurídica			Alavancagem			Setor			
		LTDA	S/A	Eireli	T1	T2	T3	Comércio	Indústria	Primário	Serviços
I	Concessão de prazos e condições especiais de pagamentos	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
II	Cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade	33%	48%	25%	26%	34%	49%	33%	38%	26%	37%
III	Alteração do controle societário	24%	31%	13%	12%	29%	30%	22%	24%	43%	25%
IV	Substituição total ou parcial dos administradores	20%	11%	13%	23%	18%	12%	26%	12%	22%	18%
V	Credores com direito de eleição de administradores	1%	2%	0%	3%	0%	3%	0%	1%	4%	4%
VI	Aumento de capital	21%	23%	25%	11%	24%	27%	17%	28%	9%	16%
VII	Trespasse ou arrendamento de estabelecimento	33%	54%	31%	28%	33%	54%	29%	36%	65%	39%
VIII	Redução salarial e redução de jornada	7%	0%	0%	9%	5%	3%	9%	4%	4%	5%
IX	Dação em pagamento ou novação de dívidas	49%	56%	63%	42%	52%	59%	53%	47%	48%	61%
X	Constituição de sociedade de credores	5%	8%	0%	3%	5%	9%	1%	8%	9%	5%
XI	Venda parcial dos bens	56%	84%	31%	38%	60%	84%	50%	57%	91%	70%
XII	Equalização de encargos financeiros relativos a débitos	31%	30%	44%	35%	31%	27%	28%	33%	17%	37%
XIII	Usufruto de empresa	3%	0%	0%	1%	3%	1%	3%	2%	0%	2%
XIV	Administração compartilhada	3%	0%	0%	1%	2%	4%	0%	3%	9%	2%
XV	Emissão de valores mobiliários	13%	30%	6%	7%	11%	35%	10%	17%	17%	23%
XVI	Constituição de sociedade de propósito específico	9%	13%	0%	3%	11%	14%	3%	12%	17%	11%
Total Empresas (Observações)		219	61	16	74	148	74	78	138	23	57

Nota. Nesta tabela são apresentadas as proporções de empresas que optaram por determinado meio de reorganização, analisado por configuração jurídica, alavancagem e setor. Os valores destacados **negritos** representam os 5 meios de recuperação mais utilizados com base na proporção de utilização.

Tabela 9
Teste de proporção

Inciso	Descrição	Configuração Jurídica			Alavancagem			Setor					
		LTDA x S/A	LTDA X EIRELI	S/A X Eireli	T1 x T2	T1xT3	T2x T3	Com x Ind	Com X Pri	Com X Ser	Ind X Prim	Ind x Ser	Pri x Ser
II	Cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade	-0,14	0,08	0,23	-0,09	-0,23	-0,14	-0,05	0,07	-0,04	0,12	0,02	-0,11
		(-2,16) **	(0,66)	(1,65) *	(-1,21)	(-2,89) ***	(-2,16) **	(-0,73)	(0,64)	(-0,48)	(1,11)	(0,13)	(-0,94)
III	Alteração do controle societário	-0,07	0,12	0,19	-0,17	-0,18	-0,01	-0,02	-0,22	-0,03	-0,20	-0,01	0,19
		(-1,11)	(1,01)	(1,44)	(-2,82) ***	(-2,69) ***	(-0,15)	(-0,33)	(-2,00) **	(-0,41)	(-1,91) *	(-0,15)	-1,59
IV	Substituição total ou parcial dos administradores	0,08	0,07	-0,01	0,05	0,11	0,05	0,13	0,04	0,08	-0,09	-0,05	0,04
		(1,62)	(0,68)	(0,98)	(0,88)	(1,76) *	(1,15)	(2,63) ***	(0,39)	(1,10)	(-1,30)	(-1,11)	-0,41
V	Credores com direito de eleição de administradores	-0,003	0,01	0,02	0,03	0,00	-0,03	-0,01	-0,04	-0,04	-0,04	-0,03	0,01
		(-0,63)	-	-	-	(0,00)	-	-	-	-	(-1,12)	(-1,40)	-
VI	Aumento de capital	-0,024	-0,04	-0,02	-0,13	-0,16	-0,03	-0,12	0,08	0,01	0,20	0,12	-0,07
		(-0,34)	(-0,38)	(-0,17)	(-2,30) **	(-2,48) **	(-0,49)	(-1,82) *	(0,94)	(0,15)	(1,94) *	(1,77) *	(-0,82)
VII	Trespasse ou arrendamento de estabelecimento	-0,212	0,02	0,23	-0,05	-0,26	-0,21	-0,07	-0,36	-0,09	-0,29	-0,02	0,27
		(-3,00) ***	(0,16)	(1,64)	(-0,76)	(-3,22) ***	(-3,01) ***	(-0,90)	(-3,14) ***	(-1,22)	(-2,73) ***	(-0,39)	(2,11) **
VIII	Redução salarial e redução de jornada	0,073	0,07	0,00	0,05	0,07	0,02	0,05	0,05	0,04	-0,01	-0,02	-0,01
		-	-	-	(1,15)	(1,54)	(0,69)	(1,51)	(0,78)	(0,88)	-	(-0,31)	(-0,19)
IX	Dação em pagamento ou novação de dívidas	-0,06	-0,13	-0,07	-0,10	-0,18	-0,07	0,05	0,05	-0,09	-0,01	-0,14	-0,14
		(-0,97)	(-1,08)	(-0,50)	(-1,41)	(-2,07) **	(-0,99)	(0,85)	(0,42)	(-0,93)	(-0,09)	(-1,78) *	(-1,06)
X	Constituição de sociedade de credores	-0,03	0,05	0,08	-0,03	-0,07	-0,04	-0,07	-0,07	-0,04	-0,01	0,03	0,03
		(-0,90)	-	-	(-0,69)	(-1,54)	(-1,15)	(-2,17) **	(-2,04) **	(-1,42)	(-0,16)	(0,74)	(0,67)
XI	Venda parcial dos bens	-0,27	0,25	0,52	-0,22	-0,46	-0,24	-0,07	-0,41	-0,20	-0,34	-0,13	0,21
		(-3,99) ***	(1,94) *	(4,25) ***	(-3,09) ***	(-5,74) ***	(-3,61) ***	(-0,99)	(-3,52) ***	(-2,33) **	(-3,11) ***	(-1,69) *	(1,99) **
XII	Equalização de encargos financeiros relativos a débitos	0,01	-0,13	-0,14	0,04	0,08	0,04	-0,04	0,11	-0,09	0,15	-0,04	-0,19
		(0,15)	(-1,08)	(-1,06)	(0,60)	(1,05)	(0,62)	(-0,76)	(1,06)	(-1,11)	(1,54)	(-0,54)	(-1,75) *
XIII	Usufruto de empresa	0,03	0,03	0,00	-0,01	0,00	0,01	0,00	0,03	0,01	0,02	0,00	-0,02
		-	-	-	(-0,93)	(0,00)	(0,93)	(0,46)	-	(0,36)	-	-	-
XIV	Administração compartilhada	0,03	0,03	0,00	-0,01	-0,03	-0,02	-0,03	-0,09	-0,02	-0,06	0,01	0,07
		-	-	-	(-0,55)	(-1,17)	(-0,87)	-	-	-	(-1,38)	(0,39)	(1,44)
XV	Emissão de valores mobiliários	-0,16	0,07	0,23	-0,05	-0,28	-0,24	-0,06	-0,07	-0,13	-0,01	-0,06	-0,05
		(-3,15) ***	(0,82)	(1,97) **	(-0,95)	(-4,18) ***	(-4,30) ***	(-1,40)	(-0,92)	(-2,06) **	-	(-0,98)	(-0,59)
XVI	Constituição de sociedade de propósito específico	-0,04	0,09	0,13	-0,08	-0,11	-0,03	-0,09	-0,15	-0,08	-0,06	0,01	0,07
		(-0,93)	-	-	(-2,03) **	(-2,40) **	(-0,65)	(-2,25) **	(-2,45) **	(-1,88) *	(-0,67)	(0,20)	(0,73)

Nota. Na tabela são apresentados os testes de proporções para duas médias, sendo $H_0: p_1=p_2$, comparando os tipos de empresas, alavancagem e setor. Os números fora dos parênteses representam a diferença entre as proporções 1 e 2: (p_1-p_2) , e os valores em (parênteses) representam o p-valor considerando que a variância é desconhecida. Os níveis de significância são representados pelos asteriscos (*), sendo *10%; ** 5% e *** 1%.

Ao que tange os setores, ainda sobre a venda de ativos podemos inferir que o setor primário é o que mais utiliza o recurso do inciso XI da lei, visto que a referida medida aparece em 91% dos planos analisados, contra 50% do setor de comércio e guarda significância estatística para quase todas relações entre os diversos setores, excetuando-se o caso da relação entre o setor comércio e indústria conforme apresenta a tabela 9.

Este achado é interessante, pois anteriormente foi apresentada a tabela 6, estatísticas do ativo imobilizado, onde o setor do comércio é o que possui maior tamanho de ativo dentre os 4 setores apresentados, e a indústria é apenas a terceira. Isso pode indicar que o tamanho do ativo não é suficiente para explicar a venda de ativos nos setores e, portanto, outras variáveis explicarão melhor esta relação, o que contribui para os achados de Kruse (2002), Maksimovic e Phillips (1998), Ofek (1993) e Shleifer e Vishny (1992), que apresentam fatores macroeconômicos, restrição a crédito da indústria e a crise no setor como fatores explicativos para a venda de ativos.

A dação em pagamento ou novação das dívidas foi o segundo meio de reorganização que mais aparece nos planos, e as empresas EIRELI adotam proporcionalmente mais este meio que outras empresas, haja visto que mais de 60% das referidas empresas adotaram esta medida, contra 51% que é a média da amostra.

No que tange a alavancagem observa-se também uma relação positiva entre alavancagem e a utilização da dação ou novação, com destaque para o setor de serviços cuja adoção foi mencionada por 61% do segmento de serviços contra 47% das empresas da indústria. Entretanto cabe ressaltar que embora haja diferença na proporção de adoção deste meio de recuperação entre as diversos tipos de organizações, setores e quartis, esta distinção só se mostrou significativa entre empresas do primeiro e terceiro tercil e, ainda, quando se compara a indústria com o setor de serviço, para todos outros casos infere-se que as médias sejam estatisticamente iguais, de acordo com a tabela 9.

O terceiro meio de reorganização adotado foi o arrendamento de estabelecimento ou até mesmo venda de unidades produtivas isoladas as UPIs, ou seja, está diretamente ligada ao uso dos ativos da organização e guarda a mesma relação que apresentamos sobre os ativos. Caso unificássemos os incisos VII e XI a fim de verificar o uso de ativos na reorganização teríamos aproximadamente 98% das empresas da amostra sugerindo a adoção um ou até mesmo os dois meios de reorganização.

Diferente da venda de ativos apresentada anteriormente, que apresentou proporções diferentes para as mais diversas configurações, o trespasse só apresentou significância estatística na relação entre as empresas LTDA e S/A, no nível de tamanho da dívida as

proporções entre o T1 x T3 e T2 x T3 mostraram diferenças significantes, e, no que tange, aos setores apenas foram significantes para o setor primário, quando comparado aos demais

A cisão, fusão ou transformação jurídica da sociedade, foi o quarto mais mencionado sendo majoritariamente utilizado por empresas do tipo S/A se comparada as outras configurações jurídicas.

Empresas mais alavancadas costumam adotar a cisão, fusão como meio de reorganização em 49% dos planos de recuperação e no que tange aos setores podemos afirmar que o uso deste inciso tem relevância semelhantes para os 4 setores, sem grandes variações entre um setor e outro, levando ainda em consideração que não há significância estatística na comparação entre os setores.

Por fim, a adoção do inciso XII, quinto mais utilizado para a reorganização das empresas é mais relevante para as empresas do tipo EIRELI cuja utilização atingiu 44% dos casos contra apenas 30% nas S/A, tal relação, entretanto, não se mostrou significativa aos níveis convencionais apresentados na tabela 9. Talvez o mais interessante neste meio de reorganização seja a relação negativa entre sua adoção e a alavancagem, na tabela 8 é possível verificar esta relação, empresas do primeiro tercil mencionam a equalização de encargos financeiros em 35% das situações, seguido por 31% do segundo tercil e apenas 27% para o terceiro tercil, para este último este inciso não se caracteriza como um dos cinco mais usados, o mesmo ocorre para o setor industrial.

Encontramos ainda outras duas relações negativas em relação a alavancagem, são elas a substituição dos administradores (inciso IV) e redução de jornada (inciso VIII) sugerindo que estas medidas são utilizadas por empresas de pequeno porte e com baixa alavancagem, tal afirmação encontra consistência pois nota-se na tabela 9 uma relação significativa entre empresas do T1 e T3.

A troca de administradores, mencionada por quase 20% da amostra, embora não esteja entre os meios de reorganização mais relevantes, o simples fato de ser mencionado sugere uma aderência com a literatura nos estudos de Ayotte e Morrison (2007), Betker (1995), Gilson, (1989) e Hotchkiss, (1995) sobre rotatividade na alta gestão durante o processo de recuperação.

A emissão de valores mobiliários (inciso XV) é apenas o 9º meio de reorganização mais utilizado na amostra e o quinto mais utilizado pelas empresas do terceiro tercil além disso utilizados por empresas do tipo S/A sugerindo que seu uso é mais frequente em empresas com maior acesso ao mercado de crédito e apresentou significância estatística na comparação entre empresa LTDA e S/A empresas do primeiro e terceiro tercil e empresas do setor comercial e de serviços.

Ao analisar os resultados da tabela 9 também identificamos que a utilização do inciso XVI, constituição de sociedade de propósito específico, é significativa para as empresas do setor comércio em comparação com os demais setores e no nível da dívida tal significância ocorre com relação ao primeiro tercil quando comparado aos dois outros.

A tabela 10 apresenta um resumo sobre os principais meios de reorganização ordenados pela proporção de utilização, e o que se nota é que há uma convergência para venda de ativos como principal meio de reorganização sendo exceção apenas para as empresas do tipo EIRELI, para as menos alavancadas e para as empresas do setor comércio, em todas outras situações é o mais utilizado.

Os outros meios de reorganização alternam seus graus de relevância conforme se altera o tipo de análise, entretanto os cinco meios de reorganização sempre estão presentes, a única exceção é do inciso III que aparece como relevante apenas uma vez, para as empresas da indústria.

Tabela 10
Resumo dos meios de reorganização mais utilizados

Inciso	Descrição	Configuração Jurídica			Alavancagem (Tercil)			Setor			
		LTDA	S/A	EIRELI	T1	T2	T3	Comércio	Indústria	Primário	Serviços
II	Cisão, incorporação ou fusão	4	4	5	5	4	4	3	3	5	4
III	Alteração do controle societário									4	
VII	Trespasse ou arrendamento de estabelecimento	3	3	4	4	3	3	4	4	2	3
IX	Dação em pagamento ou novação de dívidas	2	2	1	1	2	2	1	2	3	2
XI	Venda parcial dos bens	1	1	3	2	1	1	2	1	1	1
XII	Equalização de encargos financeiros	5	5	2	3	5	5	5	5		5

Nota. Na tabela são apresentados um resumo dos achados sobre os meios de reorganização mais utilizados pelas empresas da amostra. Os números 1 – 5 indicam o grau de relevância, sendo 1 muito importante e 5 menos importante.

4.2 Análise da dilatação de prazos e condições especiais de pagamentos

Conforme apresentado anteriormente, ao solicitar a recuperação judicial a empresa está angustiada financeiramente, e decide buscar apoio no ordenamento jurídico para que consiga honrar os pagamentos de suas dívidas sem sofrer as penalidades previstas em lei para o caso de default, como por exemplo o pedido de falência impetrado pelos credores da empresa devedora.

Em posse disso o artigo 50, inciso I da lei de recuperação e falência prevê que a empresa devedora tenha condições de dilatar os prazos de pagamento de suas dívidas, assim sendo será analisada as características das condições especiais de pagamentos, tal análise se faz necessária uma vez que todas empresas adotam o inciso I como meio de reorganização e seria difícil inferir alguma coisa somente em posse desta informação.

A tabela 11 apresenta os dados de três variáveis, carência, prazo de pagamento e deságio para os três tipos de credores, trabalhistas, com garantia real e quirografários.

Tabela 11
Análise de condições de pagamentos e dilatação de prazos

Tipo	Credor Trabalhista			Credor Garantia Real			Credor Quirografário		
	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio
LTDA	1,5	11,1	4%	18	122	34%	18	123	40%
S/A	1,7	11,4	1%	25	124	34%	27	130	39%
EIRELI	1,5	11,5	14%	19	125	57%	21	142	53%
Tercil	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio
T1	1,6	11,1	7%	18	110	36%	18	108	39%
T2	1,5	11,5	2%	20	124	34%	19	130	40%
T3	1,6	10,6	3%	21	127	36%	24	135	42%
Sector	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio
Comércio	1,3	11,5	3%	23	123	33%	21	126	39%
Indústria	1,6	11,1	2%	19	121	34%	19	125	39%
Primário	1,7	10,7	5%	17	117	31%	18	132	41%
Serviço	1,6	11,3	7%	19	131	44%	21	123	45%
Total	1,6	12	4%	20	122	35%	20	126	40%

Nota. Na tabela temos por tipo de credores os dados sobre os prazos de carência e de pagamento empregados e a taxa de deságio médias. As variáveis carência e prazo de pagamento estão expressas em meses enquanto o deságio está em unidade percentual.

Na média as empresas da amostra propõem que o pagamento da classe de credores trabalhista seja feito no prazo de 1 ano, conforme regula o artigo 83, inciso I da lei de falências, o prazo de carência é 1,6 mês e taxa de deságio de aproximadamente 4%.

Dado que esta é a classe credores que em geral tem a menor representatividade no montante da dívida e maior proteção jurídica, é esperado que recebam em tempos inferiores aos demais credores.

Em relação aos credores com garantia real e quirografários o tempo médio de carência é o mesmo de 20 meses, porém o recebimento dos credores quirografários acontece em 126 meses, enquanto o credor com garantia real receberá em 122 meses. A taxa de deságio também é superior para credores quirografários 40% contra 35% dos com garantia real. Tais períodos e taxas parecem coerentes, pois a maior proporção da dívida das empresas é com credores quirografários e, portanto, guarda uma relação positiva entre as três variáveis analisadas e alavancagem das companhias.

Ao se analisar os prazos e taxas no nível da configuração jurídica, na tabela 11, pode-se verificar poucas diferenças nas médias dos prazos de carência e de pagamentos, isto vai ao encontro do que apresenta a tabela 12, que nestes dois itens para os credores trabalhistas não apresentou médias estatisticamente diferentes entre as diversas configurações.

Para os credores trabalhistas a única média que apresentou diferença foi a do deságio entre S/A e Eireli.

Quanto aos tipos de credores, com garantia real, podemos afirmar que as empresas apresentam prazos de carência superior às demais configurações jurídicas, na média, 25 meses para S/A, 18 e 19 meses para as empresas LTDA e Eireli, em todas as comparações as empresas do tipo S/A apresentaram significância estatística.

Por fim, na análise do nível de tipo de empresas para credores quirografários novamente os prazos médios de carência das empresas do tipo S/A se mostraram superiores e significantes, conforme pode-se constatar nas tabelas 11 e 12, além disso o prazo de pagamento das empresas Eireli foi de 142 meses, contra 123 das LTDA e 130 das S/A, entretanto apenas a relação das LTDA com as Eireli se mostraram significantes. Novamente o deságio aplicado por empresas do tipo Eireli apresentou médias maiores que as demais configurações jurídicas com significância estatística.

Seguindo a análise para o nível do tamanho da dívida para credores trabalhistas novamente se identifica poucas diferenças significantes nas variáveis carência e prazo de pagamento, porém quando se trata do deságio vemos uma taxa média de 7% para empresas do primeiro tercil, conforme a tabela 11, contra 2% e 3% do segundo e terceiro tercil respectivamente, vale ressaltar que o primeiro tercil sempre apresentou médias diferentes nas comparações com os demais níveis de endividamento apresentados na tabela 12.

Já em relação aos credores com garantia real podemos identificar que quanto maior o tamanho da dívida maior será o prazo de pagamento, indicando que quanto maior for a dívida maior o poder de barganha da empresa devedora na negociação ou simplesmente precisará de mais tempo para efetuar os pagamentos.

O que se nota no nível do tamanho da dívida é que para credores quirografários quanto maior for a dívida, maiores serão os prazos de carência, pagamento e taxas de deságio. Interessante notar que na tabela 12, não identificamos nenhuma significância estatística para as taxas de deságio para nenhum tipo de credor

A análise de setor com menor relevância apresentada nas comparações das médias, especificamente a variável prazo de pagamento, não demonstrou significância estatística para nenhum dos três tipos de credores. As diferenças ficaram por conta dos deságios na comparação entre os setores comércio e serviços e indústria e serviços, indicando que em geral os deságios aplicados pelo setor de serviços são maiores que os dos demais setores.

Por fim, outro achado aponta para os credores com garantia real onde os prazos de carência aplicados pelos setores de comércio são estatisticamente superiores aos demais, conforme

apresentado nas tabelas 11 e 12, em que a média de carência do comércio é de 23 meses contra 19 da indústria e serviços somente 17 meses para o setor primário.

Tabela 12
Teste de média

Tipo	Credor Trabalhista			Credor Garantia Real			Credor Quirografário		
	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio
LTDA x S/A	-0,15 (-0,78)	-0,36 (-0,64)	0,03 (1,46)	-6,79 (-4,13) ***	-2,63 (-0,23)	0,00 (0,00)	-8,26 (-5,42) ***	-6,55 (-0,89)	0,01 (0,24)
LTDA x Eireli	0,02 (0,00)	-0,44 (-0,91)	-0,1 (-1,72)	-1,06 (-0,37)	-3,01 (-0,32)	-0,23 (-4,45) ***	-2,13 (-1,37)	-19,04 (-1,88) *	-0,13 (-1,79) *
S/A x EIRELI	0,17 (0,40)	-0,08 (-0,19)	-0,13 (-2,14) **	5,73 (2,09) **	-0,38 (-0,09)	-0,23 (-3,86) ***	6,13 (2,45) **	-12,49 (-1,01)	-0,14 (-1,78) *
Tercil	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio
T1 x T2	0,12 (0,50)	-0,44 (-1,00)	0,05 (3,17) ***	-1,89 (-1,00)	-13,85 (-1,70) *	0,02 (0,47)	-1,78 (-0,64)	-21,06 (-3,03) ***	-0,01 (-0,24)
T1 x T3	-0,02 (0,00)	0,42 (1,31)	0,04 (1,72) *	-3,64 (-1,40)	-16,65 (-1,80) *	0 (0,00)	-6,13 (-3,44) ***	-26,66 (-3,09) ***	-0,03 (-0,64)
T2 x T3	-0,14 (-0,38)	0,86 (1,72) *	-0,01 (-0,50)	-1,75 (-0,55)	-2,8 (-0,38)	-0,02 (-0,48)	-4,35 (-2,76) ***	-5,6 (-0,64)	-0,02 (-0,50)
Setor	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio	Carência	Prazo de pagamento	Deságio
Com x Ind	-0,27 (-1,47)	0,42 (0,93)	0,01 (0,62)	4,21 (1,92) *	1,99 (0,25)	-0,01 (-0,24)	2,1 (1,06)	1,76 (0,14)	0,00 (0,00)
Com x Pri	-0,39 (-1,07)	0,82 (1,31)	-0,02 (-0,50)	6,86 (1,84) *	6,04 (0,46)	0,02 (0,32)	3,12 (0,90)	-5,86 (-0,41)	-0,02 (-0,28)
Com x Ser	-0,26 (-1,14)	0,21 (0,45)	-0,04 (-1,66) *	4,35 (1,72) *	-7,91 (-0,80)	-0,11 (-2,22) **	-0,11 (0,00)	3,11 (0,34)	-0,06 (-1,24)
Ind x Pri	-0,12 (-0,25)	0,4 (0,57)	-0,03 (-0,78)	2,65 (0,69)	4,05 (0,33)	0,03 (0,50)	1,02 (0,32)	-7,62 (-0,50)	-0,02 (-0,30)
Ind x Ser	0,01 (0,00)	-0,21 (-0,35)	-0,05 (-2,31) **	0,14 (0,00)	-9,9 (-1,14)	-0,1 (-2,20) **	-2,21 (-1,12)	1,35 (0,25)	-0,06 (-1,38)
Prim x Ser	0,13 (0,23)	-0,61 (-0,84)	-0,02 (-0,47)	-2,51 (-0,69)	-13,95 (-1,01)	-0,13 (-1,98) *	-3,23 (-0,92)	8,97 (0,60)	-0,04 (-0,56)

Nota. Na tabela são apresentados os testes de hipótese para duas médias, sendo $H_0: \mu_1 = \mu_2$, comparando os tipos de empresas, alavancagem e setor. Os **números fora dos parênteses** representam a diferença entre as médias 1 e 2: $(\mu_1 - \mu_2)$, e os **valores entre (parênteses)** representam a estatística T, considerando que a variância da população é desconhecida. Os níveis de significância são representados pelos asteriscos (*), sendo *10%; ** 5% e *** 1%.

Em síntese, os achados da análise do inciso I indicam que para credores trabalhistas há maiores taxas de deságio aplicados por empresas do Eireli ou que estejam no primeiro tercil, portanto menos endividadas, ou ainda estejam no setor de serviços.

Para credores com garantia real identificam-se maiores prazos de carência para empresas do tipo S/A, há ainda uma relação positiva entre o tamanho da dívida e prazo de pagamento.

Em relação aos credores quirografários novamente a carência aplicada por empresas S/A é maior, assim como as taxas de deságios das Eireli, e quanto maior for a dívida maiores os prazos de carência e de pagamento.

5 Conclusão

Este artigo analisou o comportamento das empresas em recuperação judicial com relação aos meios de reorganização dispostos no artigo 50 da lei 11.101, por meio dos dados de 296 planos de recuperação judicial do período de 2006 a 2018. A pesquisa enfatizou a análise descritiva dos principais meios de reorganização propostos no plano e também analisou as características de dilatação de prazos e condições especiais de pagamento das dívidas.

Os resultados do artigo mostram que a venda de ativos constitui o principal meio de reorganização utilizado para empresas do tipo S/A e LTDA, a exceção cabe as empresas do tipo EIRELI, cujo principal meio de reorganização mais utilizado é a dação em pagamento ou novação da dívida, conforme inciso IX do artigo 50. Foi analisada uma relação positiva entre alavancagem e venda de ativos como meio de reorganização, indicando um alinhamento com que é tratado na literatura.

Em relação aos setores da economia é possível afirmar que as empresas do setor primário vendem mais ativos embora não seja o setor com maior tamanho de ativo, indicando que outros fatores explicam a melhor a venda dos ativos.

Os outros meios de reorganização mais utilizados são cisão incorporação, fusão ou transformação da sociedade (inciso II), trespasse ou arrendamento de estabelecimento (inciso VII), dação em pagamento ou novação da dívida (inciso IX), e por fim, a equalização de encargos financeiros (inciso XII).

Já sobre a análise detalhada do inciso I, sobre a dilatação de prazos e condições especiais de pagamento, identificamos que as empresas do tipo S/A fazem uso de um maior tempo de carência para todos tipos de credores, por sua vez as empresas do tipo LTDA pagam suas dívidas na média em menos tempo que os outros tipos de empresas, por fim as empresas do Tipo EIRELI demoram mais tempo para efetuar o pagamento da dívida e aplicam as maiores taxas de deságio entre as 3 configurações de empresas.

Em relação ao pagamento das dívidas quirografárias, identificamos uma relação positivas entre as variáveis carência, prazo de pagamento e deságio com a alavancagem, entretanto no nível dos setores não há grandes diferenças nas médias apresentadas.

Por fim no que tange aos setores, pudemos identificar que as empresas do setor de serviços aplicam maiores taxas de deságios para os credores trabalhista e com garantia real enquanto o setor de comércio aplica maiores prazos de carência.

O artigo apresenta limitações pois a amostra apresenta concentração de empresas da região sul e sudeste, além disso, a análise dos planos apresenta o que a empresa almeja aplicar

para sair da situação de restrição financeira, não há garantias de que os meios de reorganização relatados serão de fato aplicados. Estudos futuros poderão apresentar a relação entre a adoção dos meios de reorganização e a probabilidade de aprovação do plano de recuperação, ou ainda analisar a relação entre os meios de recuperação e possibilidade da empresa sair do processo de recuperação judicial, ou seja, identificar se eles serão importantes para que empresa volte a ter liquidez.

Referências

- Alderson, M. J., & Betker, B. L. (1995). Liquidation costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 45–69.
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. S. (2006). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy* (3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Hoboken.
- Araújo P. A, Ferreira, R. V. X., & Funchal, B. (2012). The Brazilian bankruptcy law experience. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 994- 1004.
- Asquith, P., Gertner R., & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of financial distress: An examination of junk bond issuers. *Quarterly Journal of Economics*, 109(3), 625–658.
- Assis, D.V. X., de, (2012). *Uma análise empírica sobre o processo de recuperação econômica pela via judicial adotado pelas sociedades empresárias: A experiência no tribunal de justiça do Estado do Rio de Janeiro* (Dissertação de mestrado). Escola de Direito Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Ayotte, K. M., & Morrison, E. R. (2007). Creditor Control and Conflict in Chapter 11. *Columbia Law and Economics Research* (Paper No. 321); *Northwestern Law & Econ Research* (Paper No. 08-16). Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=1081661> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1081661>
- Benmelech, E., Garmaise, M. J., & Moskowitz, T. J. (2005). Do liquidation values affect financial contracts? Evidence from commercial loan contracts and zoning regulation. *Quarterly Journal of Economics*, 120(3), 1121–1254.
- Betker, B. L. (1995). Management's incentives, equity's bargaining power, and deviations from absolute priority in chapter 11 bankruptcies. *Journal of Business*, 68(2), 161–183.
- Bolton, P., & Scharfstein D. S. (1996). Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of Political Economy*, 104(1), 1–25.
- Brown, D. T., James, C. M., & Mooradian, R. M. (1993). The information content of exchange offers made by distressed firms. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 93–118.
- Carapeto, M. (2005). Bankruptcy bargaining with outside options and strategic delay. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 736–746.

- Chen, Y, Weston, J. F., & Altman, E. I. (1995). Financial distress and restructuring models. *Financial Management*, 24(2), 57-75.
- Franks, J. R., & Torous W. N. (1994). A comparison of financial recontracting in distressed exchanges and chapter 11 reorganizations. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 349–370.
- Funchal, B. (2006). *Essays on credit and bankruptcy law* (Tese de doutorado). Escola de Pós-Graduação em Economia – EPGE Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Funchal, B., & Clovis, M. (2009). Firm's capital structure and the bankruptcy law design. *Journal of Financial Economic Policy*, 1(3), 264-275.
- Gertner, R., & Scharfstein, D. (1991). A theory of workouts and the effects of reorganization law. *The Journal of Finance*, 46(4), 1189-1222.
- Giammarino, R. M. (1989). The resolution of financial distress. *Review of Financial Studies*, 2(1),25–47.
- Gilson, S. C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 241–262.
- Gilson, S. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 355-387.
- Gilson, S. (1997). Transactions costs and capital structure choice: Evidence from financially distressed firms. *Journal of Finance*, 52(1), 161–196.
- 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(2), 315-353.
- Gilson, S. C., Hotchkiss, E. S., & Ruback, R. S. (2000). Valuation of bankrupt firms. *Review of Financial Studies*, 13(1), 43-74.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Hotchkiss, E. S. (1995). Postbankruptcy performance and management turnover. *Journal of Finance*, 50(1), 3–21.
- Hotchkiss, E. S., Mooradian, R. M. (1998). Acquisitions as a means of restructuring firms in chapter 11. *Journal of Financial Intermediation*, 7(3), 240–262.
- Hotchkiss, E. S., John, K., Mooradian, R. M., & Thorburn, K. S. (2008). Bankruptcy and the resolution of financial distress. In B. E. Eckbo (Org.). *Handbook of empirical corporate finance* (Vol. 2, Chapter. 14, pp. 235-281). New Hampshire: North-Holland.
- James, C. (1995). When do banks take equity in debt restructurings? *Review of Financial Studies*, 8(4), 1209–1234.

- Janssen, L. L., Schmiesing, B. H., & Schroeder, A. (1988). Characteristics of farm reorganization bankruptcy filings. *Agribusiness*, 4(1), 79–89.
- Kirschbaum, D. (2009). *A recuperação judicial no Brasil: Governança, financiamento extraconcursal e votação do plano* (Tese Doutorado). Faculdade de Direito da USP, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Kruse, T. A. (2002). Asset liquidity and the determinants of asset sales by poorly performing firms. *Financial Management*, 31(4), 107–129.
- Lawless, R. M., & Ferris, S. P. (1997). *Professional fees and other direct costs in chapter 7 business liquidations*. Washington University Law Quarterly, 75(3), 1207–1236.
- Lei n.11.101 de 9 de fevereiro de 2005*. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm
- Lei n.7.661 de 21 de junho de 1945*. Lei de Falências. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del7661.htm
- Maksimovic, V., & Phillips, G. M. (1998). Asset efficiency and the reallocation decisions of bankrupt firms. *Journal of Finance*, 53(5), 1495–1532.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–275.
- Modigliani, E., & Miller, M., (1963). Corporate income taxes and the cost of capital. *Am. Econ.Rev*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–176.
- Ofek, E. (1993). Capital structure and firm response to poor performance. *Journal of Financial Economics*, 34(1), 3–30.
- Perez, M. M. (2007). *Uma contribuição ao estudo do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil* (Tese Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Ponticelli, J., & Alencar, L. S. (2016). Court enforcement, bank loans and firm investment: Evidence from a bankruptcy reform in Brazil. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(3), 1365–1413.
- Senbet, L., & Seward, J. (1995). Financial distress, bankruptcy and reorganization. In R. A. Jarrow, V. Maksimovic, & W. T. Ziemba (Eds.). *Finance* (Vol.9, Cáp. 28, pp. 921-961). New York: Elsevier.
- Senbet, L.W., & Wang, T.Y. (2010). Corporate financial distress and bankruptcy: A survey. *Foundations and Trends in Finance*, 5(4), 243–335.
- Serasa Experian (2018, agosto 8). *Indicadores econômicos*. Recuperado de <https://www.serasaexperian.com.br/amplie-seus-conhecimentos/indicadores-economicos>

- Shleifer, A., & Vishny, R. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *Journal of Finance*, 47(4), 1343–1366.
- Sica, L. P. P. P. (2009). *Recuperação extrajudicial de empresas: Desenvolvimento do direito de recuperação de empresas brasileiro* (Tese Doutorado). Faculdade de Direito da USP, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Sicherman, N. W., & Pettway, R. H. (1992). Wealth effects for buyers and sellers of the same divested assets. *Financial Management*, 21(4), 119–128.
- Silva, V. A. B., & Saito, R. (2018). Corporate restructuring: Empirical evidence on the approval of the reorganization plan. *RAUSP Management Journal*, 53(1), 49-62.
- Silva, V. A. B., Sampaio, J. O., & Galucci, H., Neto, (2018). Pedidos de recuperação judicial no Brasil: Uma explicação com variáveis econômicas. *Revista Brasileira de Finanças* (online), 16(3), 429-454. Recuperado de <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=133244553&lang=pt-br&site=ehost-live>
- Stulz, R., & Johnson, H. (1985). An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics* 14(4), 501–521.
- Triantis, G. G. (1993). A theory of the regulation of debtor-in - possession financing. *Vanderbilt Law Review*, 46, 901-935.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *The Journal of Finance*, 32(2), 337-347.
- Warner, J., Watts, R. L., & Wruck K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461–492.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460.