

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

RODRIGO LOPES DA LUZ

JUÍZES E RESULTADOS DOS PROCESSOS DE
RECUPERAÇÃO JUDICIAL

São Paulo

2020

RODRIGO LOPES DA LUZ

**JUÍZES E RESULTADOS DOS PROCESSOS DE
RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

Artigo apresentado à 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

2020

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 Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

L979j	<p>Luz, Rodrigo Lopes da</p> <p>Juízes e resultados de processos em recuperação judicial/ Rodrigo Lopes da Luz. - - São Paulo, 2020.</p> <p>44f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva</p> <p>Artigo (mestrado) – Fundação de Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração.</p> <p>1. Recuperação da empresa. 2. Empresas – Falência. 3. Juízes – Decisões.</p> <p style="text-align: right;">CDD: 342.2388</p>
-------	---

Bibliotecária responsável: Iruama de O. da Silva, CRB-8/10268.

RODRIGO LOPES DA LUZ

JUÍZES E RESULTADOS DE PROCESSOS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

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, 23 de dezembro de 2020.

Agradecimento

Primeiramente eu agradeço a Deus pela vida, saúde e principalmente, pela oportunidade e condições de concluir este curso. Agradeço aos meus pais, João (*in memoriam*) e Madalena pelos princípios, valores e ensinamentos passados a mim e meu irmão Jean, fundamentais para a nossa formação como ser humano.

Também agradeço a minha esposa Andrielle e minha filha Luiza por todo o apoio e incentivo para que eu pudesse me dedicar nos estudos, ao longo deste período, e na realização desta pesquisa.

Agradeço aos professores do curso de mestrado pela nobre missão de compartilhar e transmitir os seus conhecimentos, contribuindo para a minha formação intelectual e profissional como mestre em administração. Em especial, ao professor Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva, que com muita disposição e alegria aceitou ser meu orientador, onde suas ideias, sugestões e orientações foram fundamentais na realização deste trabalho.

Por fim, faço um agradecimento aos meus colegas de classe, amigos e colaboradores da FECAP que direta e indiretamente fazem parte desta minha conquista.

Meu muito obrigado a todos!

Juízes e Resultados de Processos em Recuperação Judicial

Rodrigo Lopes da Luz

Mestrado em Administração

E-mail: rodrigo.luz01@gmail.com

Resumo

Este artigo busca analisar, com base nos planos judiciais já concluídos, quer seja pelo encerramento do processo ou pela decretação de falência, qual a probabilidade de falência da empresa explorando a heterogeneidade dos juízes, por meio de variável de interesse, e de variáveis de controle para capturar a complexidade de cada processo, na tentativa de se buscar a relação entre juízes e os resultados dos processos em recuperação judicial, além do tempo total do processo em cada fase processual. Utilizando uma amostra de 344 processos de recuperação judicial, do período de 2005 a 2017, os resultados indicam, que apesar das diferenças entre juízes, há uma menor probabilidade de falência das empresas quando se trata de grupos econômicos e modificações, por meio de aditivos, nos planos de recuperação judicial ora aprovados pela assembleia geral de credores. Por outro lado, quando se analisa o tempo total do processo nas fases processuais, os resultados indicam que além das diferenças também há divergências de critérios entre os juízes.

Palavras-chave: Recuperação judicial. Falências. Fases processuais. Juízes.

Abstract

This paper seeks to analyze, based on the judicial plans already concluded, whether due to the termination of the process or the decree of bankruptcy, the probability of bankruptcy of the company exploring the heterogeneity of the judges, through a variable of interest, and control variables to capture the complexity of each process, in an attempt to seek the relationship between judges and the results of the proceedings under judicial recovery, in addition to the total time of the process in each procedural stage. Using a sample of 344 judicial reorganization processes, from the period 2005 to 2017, the results indicate that despite the differences between judges, there is a lower probability of bankruptcy of companies when it comes to economic groups and changes, through additives, in judicial reorganization plans now approved by the general meeting of creditors. On the other hand, when analyzing the total time of the process in the procedural stages, the results indicate that in addition to the differences, there are also divergences of criteria between the judges.

Keywords: Judicial recovery. Bankruptcies. Procedural stages. Judges.

1 Introdução

O mecanismo da recuperação judicial e falência é utilizado mundialmente pelas empresas com o objetivo de reestruturar financeiramente suas operações e superar a crise financeira. Os meios mais utilizados, na busca do equilíbrio financeiro, são vendas de ativos, de forma isolada ou coletiva, e reestruturação das dívidas, que passam por alongamento, redução do valor, tanto principal quanto juros, emissão de novas dívidas ou até troca por ações. Cada processo de reestruturação apresentará mais ou menos complexidade em função do tipo, quantidade de credores, assimetria de informação e conflito de interesse entre classe de credores e administradores podendo resultar num processo mais oneroso para a empresa e lento para os credores recuperarem seus valores.

Nos Estados Unidos, por exemplo, os dois principais mecanismos da lei de falência são o Chapter 7 que prevê a extinção da empresa mediante a liquidação forçada dos ativos para reembolso aos credores e Chapter 11 com a finalidade de reestruturar a empresa visando a sua continuidade operacional. Os pedidos são formulados aos tribunais regionais de falências e aleatoriamente é designado um juiz para o processo. Dado que a maioria dos pedidos de falências entram pelo Chapter 11, o artigo de Bernstein, Colonnelli e Iverson (2019), comparam os efeitos da alocação e utilização dos ativos pelos dois mecanismos e exploram a aleatoriedade dos juízes na conversão dos pedidos de falências do Chapter 11 para o Chapter 7, porém há variação de interpretação de critérios de conversão entre os juízes. Apesar desta ser uma das primeiras atuações de um juiz no processo de falência, o artigo não analisa a relação dos juízes com as demais etapas do processo, em especial o Chapter 11.

No Brasil, foco deste trabalho, os mecanismos legais utilizados para as reestruturações são os processos de recuperação judicial e extrajudicial. O processo mais utilizado é a recuperação judicial cuja motivação é a preservação da função social da empresa, manutenção de empregos e direito dos credores conforme artigo 3 da Lei n. 11.101, 2005 (LRJF). Diferentemente dos Estados Unidos, no Brasil não há segregação entre unidades judiciárias de falência e de reestruturação, bem como não há também a conversão de processo de reestruturação em falência. A reestruturação é iniciada com o pedido de recuperação judicial em uma unidade judiciária sendo designado aleatoriamente um juiz como responsável do processo. Este juiz acompanhará todas as etapas do processo até a conclusão da reestruturação ou a sentença de falência.

Em linha com o ornamento jurídico, Coelho (2016) define as etapas do processo de recuperação judicial como postulatória (onde se faz o pedido), deliberativa (onde se aprova ou

rejeita o plano) e executiva (onde se acompanha o cumprimento do plano). Diversos trabalhos sobre recuperação judicial apresentam resultados qualitativo e argumentativo, porém não evidenciam, empiricamente, a atuação dos juízes em cada etapa do processo. Silva e Saito (2018) analisam as características de votação do plano por classe de credores. Zucchi (2009) analisa o papel do juiz na recuperação judicial e Ponticelli e Alencar (2016) apontam que as unidades judiciais brasileiras são heterogêneas, em termos de eficiência, decorrente de experiências limitadas, longos atrasos e acúmulo de processos pendentes.

O presente artigo tem por objetivo apresentar uma análise descritiva dos pedidos de recuperação judicial e explorar, por meio de modelo empírico, a aleatoriedade dos processos e a heterogeneidade dos juízes com os resultados de cada etapa do processo judicial. Dado que nenhum processo é igual ao outro, será incorporado ao modelo empírico variáveis de controle para medir a complexidade de cada processo e variáveis de interesse para controlar o efeito fixo de cada juiz, tanto para vara especializada quanto para vara comum, na tentativa de se buscar a relação entre juízes e os resultados de recuperação judicial.

Coletei e analisei os dados de 1.515 empresas que entraram com pedido de recuperação judicial, em 34 unidades judiciárias do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP), entre o período de 2005 e 2017. Delimitei o espaço do trabalho para o Estado de São Paulo em função de ser o primeiro Estado brasileiro a criar varas especializadas e com juízes específicos, em sua capital, para julgar processos de recuperação judicial, no mesmo ano que passou a vigorar a atual lei. Assim será possível comparar os resultados entre juízes para cada etapa processual.

É possível concluir, por meio dos resultados descritivos, que juízes de varas especializadas são mais ágeis para conceder e homologar o plano de recuperação judicial além de serem mais rigorosos em termos de concessões. Por outro lado, juízes de varas comuns são mais ágeis para decretar falências e encerrar os processos por cumprimento do plano dentro do prazo legal. Já os resultados empíricos apontam há uma menor probabilidade de falência das empresas nos casos que envolvem grupos econômicos e modificações em planos de recuperação judicial já aprovados, além das diferenças entre juízes. Quando se analisa as fases processuais é evidenciado também diferenças de critérios nas decisões de juízes, tanto de varas especializadas quanto de varas comuns.

O artigo está estruturado da seguinte maneira: na seção 2 é apresentado a revisão da literatura, na seção 3 os dados coletados e sua descrição, na seção 4 a análise empírica, na seção 5 os resultados das análises descritivas e empíricas e por fim na seção 6 a conclusão do artigo.

2 Revisão da Literatura

A literatura sobre recuperação judicial e falência é ampla e de acordo com o país de origem apresenta variações significativas. De uma forma geral, os mecanismos de reestruturação ou reorganização, como também são conhecidos, são utilizados quando a empresa enfrenta uma crise financeira. A razão da crise pode ser de predominância interna, em função de elevado nível de alavancagem financeira, ineficiências operacionais, dentre outras ou de origem externa decorrente de uma crise econômica que afeta empresas de um determinado setor, apontam Senbet e Wang (2012). Os estudos de Andrade e Kaplan (1998) e Opler e Titman (1994) relatam que empresas com elevado níveis de alavancagem são prejudicadas financeiramente em momentos de recessão enquanto Silva, Sampaio e Galucci (2018) constataram que as principais justificativas para o embasamento do pedido de reestruturação são custo de capital elevado e dificuldade para acessar linhas de créditos.

A dificuldade financeira resultará em restrições para honrar as dívidas e causará um descompasso entre ativos e passivos. Hotchkiss, John, Mooradian, e Thorburn (2008) definem dificuldade financeira de uma empresa quando seus ativos não são suficientes para suportar os seus passivos. A solução está em buscar a reestruturação que poderá ser realizada mediante um acordo formal, no âmbito judicial, ou acordo voluntário informal, diretamente com os credores.

Um dos principais meios de reestruturação, para fazer frente aos passivos, é a realização de caixa mediante a venda de ativos, que pode ocorrer de forma isolada ou coletiva e os desafios apontados por Gilson, Hotchkiss & Ruback (2000) e Hotchkiss et al. (2008) são relacionados a agilidade da venda, custos de transação e eventuais perda do valor patrimonial em função da realização. Outro meio bem comum é a reestruturação dos passivos da empresa. A negociação passa por prolongar ou reduzir o valor da dívida, tanto principal quanto juros, trocar dívidas por títulos mais favoráveis, emissão de novas dívidas ou até mesmo converter dívida por troca de ações, fazendo com que o credor passe a figurar como acionista da empresa Senbet e Wang (2012) e Hotchkiss et al. (2008).

Nos Estados Unidos, segundo US Trustee Program (USTP) (2020), a reestruturação de empresas pode ocorrer pelo Chapter 7, cuja finalidade é a extinção da empresa após sua liquidação, e o Chapter 11 cujo objetivo é reestruturar a empresa visando sua continuidade após a reorganização. Doravante, para simplificar a linguagem, chamarei de capítulo 7 e capítulo 11. De acordo com Bernstein, Colonnelli, Giroud, e Iverson (2019), os pedidos são feitos pelas empresas em um dos tribunais regionais de falências tendo como jurisdição, na maioria dos casos, a localização física dos ativos da empresa.

Para o processo de falência no capítulo 7 é nomeado um administrador cuja responsabilidade é realizar a venda dos ativos da empresa e distribuir os recursos oriundos da venda aos credores, de acordo com a idade da dívida, do mais antigo para o mais novo. Já os pedidos do capítulo 11, as empresas usufruem de alguns benefícios como proteção contra execuções de garantias, suspensão de pagamentos de juros e principal, linha de crédito específica para honrar as despesas essenciais do negócio e em contrapartida, a empresa deverá apresentar, em até 120 dias, o seu plano de reestruturação, sendo comum a extensão do prazo de 120 dias para casos complexos Senbet e Wang (2012). No decorrer do processo, se o juiz julgar que a empresa é ineficiente para se reestruturar no capítulo 11 ele converterá para liquidação no capítulo 7 sendo esta a primeira atuação que um juiz desempenha no processo de falência, porém ocorrem divergências de interpretação de critérios de conversão entre juízes, Bernstein et al. (2019), comparam os efeitos da alocação e utilização dos ativos tanto pelo capítulo 7 quanto pelo capítulo 11. Chang e Schoar (2013) também identificaram diferenças significativas entre juízes na interpretação para aplicação da lei de falências.

Cada mecanismo de reestruturação, quer seja nos capítulos 7 e 11 ou via judicial ou extrajudicial, oferecem vantagens e desvantagens à empresa, mas os problemas de holdout, assimetria de informação e conflitos de interesse são determinantes para a escolha (Hotchkiss et al., 2008; Senbet & Wang, 2010).

Os credores com pouca ou nenhuma informação tendem a optar por reestruturação no ambiente judicial, mais onerosa, ao invés do mecanismo informal Giammarino (1989). Fazer uma troca de títulos quando há uma pulverização do número de credores para reestruturar a dívida num cenário de default é um problema de holdout (Hotchkiss et al., 2008; Senbet & Wang, 2010). Em ambientes de recuperação judicial o conflito de interesse entre classes de credores e administração surge sobre a opção de liquidar ou reestruturar a empresa, pois os credores que tem preferência no recebimento, preferem uma liquidação ineficiente em troca da certeza do recebimento do valor, assim como, também poderá ocorrer conflito com os credores juniores, os últimos da lista, pois preferem a continuidade de uma operação ineficiente ao invés de liquidá-la, pois tem a expectativa de um dia receber o valor Hotchkiss et al. (2008) e Senbet e Wang (2012). Quando o mecanismo informal é utilizado, fora do capítulo 11 nos Estados Unidos, Gilson, John, e Lang (1990) relataram que empresas com mais ativos, com concentração de dívidas em bancos e com uma base menor em número de credores são propensas a se reestruturarem. Ainda segundo os autores, metade da amostra (169 empresas) tiveram êxito na reestruturação no ambiente informal.

Com relação aos administradores, o conflito está na gestão de uma empresa viável ou não economicamente vis a vis a manutenção de seus empregos e seus benefícios. Ele terá preferência por administrar uma empresa inviável para reestruturação ao invés de liquidá-la e vice versa Senbet e Wang (2012). Outros aspectos de governança passam a ser evidenciados quando a empresa enfrenta dificuldades financeiras, como por exemplo, troca na direção da empresa (CEO, diretores e até conselho) Gilson (1990) e Hotchkiss (1995), mudanças no controle acionário decorrentes da entrada de novos acionistas (credores com valores convertidos em ações) e até aportes de capital Gilson, Hotchkiss, & Ruback, (2000) e custos adicionais para retenção de executivos chaves ou novos contratos de remuneração de CEO para gerir a empresa em dificuldade financeira Hotchkiss et al. (2008).

Um fator importante são os custos de reestruturação, os valores variam muito de acordo com os estudos realizados, pois alguns são de fácil mensuração como despesas diretas com assessores jurídicos, financeiros e etc. e outros são de difícil mensuração, como vendas perdidas, falta de atenção da administração no negócio dentre outros itens não observáveis. Para os custos diretos, os estudos apontam para médias variando de 1% a 10% e os indiretos com médias variando de 10% a 20% do valor da empresa Hotchkiss et al. (2008) e Warner (1977).

Para concluir a abordagem americana, o capítulo 11 é o mais utilizado, pois a empresa permanece em operação durante o processo de reestruturação. Em síntese, segundo Hotchkiss et al. (2008), as empresas de grande porte têm maior probabilidade de concluir a reestruturação em funcionamento enquanto as empresas de pequeno porte têm maior probabilidade de liquidação dentro do capítulo 11, um mecanismo alternativo ao capítulo 7. Hotchkiss (1995) concluiu em seu estudo que 40% das empresas mantinham resultados negativos nos três anos após reestruturação e 32% das empresas entravam novamente com pedido de reestruturação.

Como mencionado no início desta seção, as leis de falências variam significativamente entre os países ao redor do mundo. Todos os países contam com algum tipo de procedimento de liquidação e há uma grande variação entre países em relação a concessão do controle da empresa para os credores, supervisões judiciais, alternativas para venda dos ativos, proteção substancial para administração e acionistas, dentre outros. Boughanmi e Nigam (2017), Hotchkiss et al. (2008) e Senbet e Wang (2012) explicam que as diferenças entre países têm como fundamento suas origens jurídicas o que acabam influenciando as leis.

Por exemplo, no Reino Unido a lei de falência é orientada aos credores e oferece pouca proteção às operações. Na Suécia a falência é solucionada, obrigatoriamente, por leilões, mas com restrições dos direitos de liquidação dos credores. A França oferece maior proteção às empresas em relação ao reembolso dos credores. Na Alemanha há um espaço de apenas três

meses para a empresa se reorganizar, dependendo da complexidade do caso, pode ser curto o tempo, mas por outro lado há concentração de apenas um banco como credor que na maioria dos casos é acionista da empresa. A lei de falência do Japão é orientada ao credor.

De uma forma geral, Claessens e Klapper (2005) relatam que as leis de países anglo-saxões oferecem maiores proteções aos credores dos que os países escandinavos, francês e alemão e relatam que os países com maior uso de reestruturações são aqueles com maiores níveis de Produto Interno Bruto (PIB) real per capita. Boughanmi e Nigam (2017) também relatam a eficiência e ineficiência das leis de falências de 189 países.

2.1 Etapas da recuperação judicial no Brasil

As primeiras discussões sobre recuperação judicial no Brasil ocorreram em meados do século 18 com a chegada do Código Comercial. Depois de quase cem anos surgiu a Lei 7.661, conhecida como Lei da Concordata. Segundo Guimarães e Pinto (2016), após a concessão do benefício da concordata, os credores não exerciam nenhum poder enquanto os juízes dispunham de excessivo poder. Ponticelli e Alencar (2016) mencionam que a reforma da lei brasileira visou o aumento do valor recuperado e das taxas de recuperação dos credores com garantia, pois era de apenas 0,2% enquanto nos Estados Unidos a taxa era de 80,2%.

Em fevereiro de 2005 foi editada a Lei 11.101, Lei de Recuperação Judicial e Falências (LRJF), em vigor até os dias de hoje. A lei brasileira foi reformulada tendo como base a lei de falências dos Estados Unidos de acordo com Senbet e Wang (2012). Araújo, Ferreira e Funchal (2012) e Ponticelli e Alencar (2016) relataram semelhanças entre as leis brasileira e americana. Para Ponticelli e Alencar (2016), após a reforma da lei brasileira, foi possível observar uma melhoria nos índices de recuperação de crédito, passando de 0,4 em 2006 para 12,1 centavos de dólar em 2007, porém na comparação com os Estados Unidos a diferença ainda é significativa em termos de prazo para recebimento do crédito.

A eficiência do sistema judicial entre os dois países pode ser uma possível explicação para as diferenças, pois o Brasil ainda oferece uma ampla variação transversal na eficiência do judiciário apontam Ponticelli e Alencar (2016). Segundo a Comissão Nacional de Justiça (CNJ) (2020), o Brasil tem 8.303 unidades judiciais e o Estado de São Paulo 1.536 unidades, sendo estas habilitadas para receberem processos de recuperação judicial. Ponticelli e Alencar (2016) relatam os impactos nos resultados de recuperação judicial decorrente da atuação individual dos juízes de cada unidade judiciária, principalmente em grandes cidades, devido a eventual concentração de processos, ou nos tribunais com funcionamento inadequado enquanto um

judiciário eficiente promoveria condições necessárias para as empresas durante o processo de reestruturação.

Guimarães e Pinto (2016) relatam que foi atribuído ao juiz a responsabilidade de participar ativamente de todas as etapas dos processos de recuperação judicial para garantir o cumprimento dos princípios, requisitos legais e a execução da sentença. No mesmo ano da edição da LRJF, a cidade de São Paulo, instituiu as primeiras varas especializadas de recuperação judicial e falências no Brasil com juízes exclusivos para promover maior efetividade e uma tramitação mais célere das referidas demandas judiciais de empresas em crise afirmam Baldinoti e Zerbini (2018). Posteriormente, tribunais de outros estados também instalaram varas especializadas de recuperação judicial, conforme figura 1.

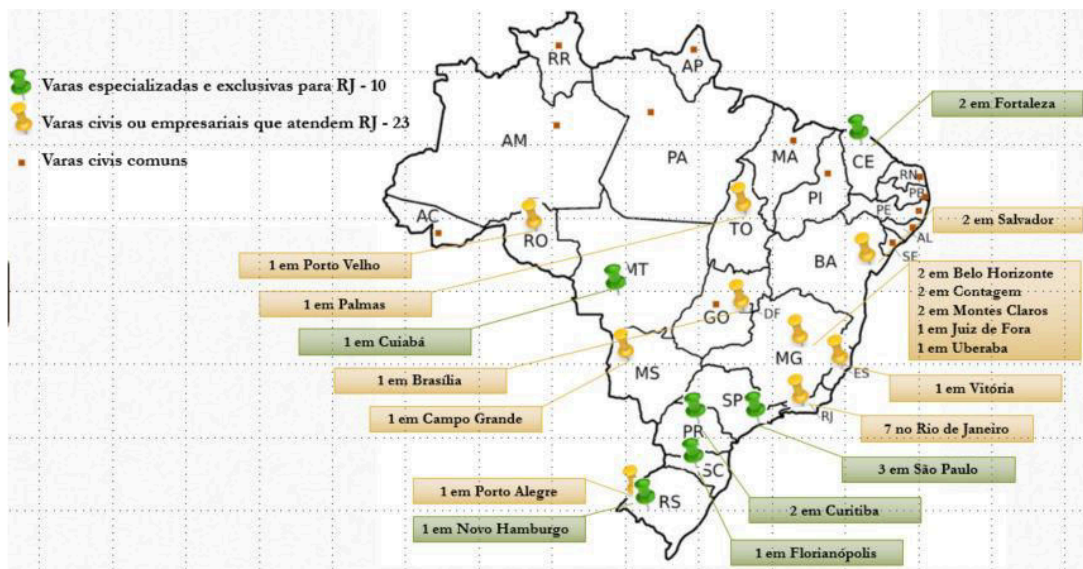


Figura 1. Varas especializadas em recuperação judicial no Brasil
 Nota.: Elaborado pelo autor após consulta no Tribunal de Justiça de cada Estado.

Em declaração à Revista Consultor Jurídico (2017), o desembargador Pereira Calças relatou que a insegurança jurídica é causada por problemas de pulverização de entendimentos entre os juízes em função da matéria empresarial apresentar alta complexidade de sua função social, atividade produtiva e direito dos credores e empregados. Para Costa (2018, p.5)

“... a falta de especialização é o maior problema do sistema brasileiro pois não se pode esperar que os resultados da aplicação de uma lei tão específica sejam melhorados sem a garantia de que a lei será interpretada e aplicada por juízes especializados”.

Do ponto de vista jurídico, o processo de recuperação judicial é definido em três etapas, sendo elas, postulatória, deliberativa e executiva de acordo com Coelho (2016) cujo objetivo, descrito no artigo 47 da LRJF, é superar a situação de crise econômico-financeira do devedor, permitindo a manutenção da atividade empresarial, dos empregos e dos interesses dos credores

(Lei n. 11.101, 2005). O juiz é peça central em cada etapa processual e é exigido que esteja atento à necessidade de ponderação de valores, interpretando e preenchendo as lacunas indefinidas da lei além de viabilizar a adoção da função social da empresa Zucchi (2009).

A primeira etapa do processo brasileiro é a fase postulatória a qual compreende a solicitação do pedido de recuperação judicial pela empresa e é concluído com a concessão do pedido pelo juiz. Para exemplificar, a figura 2 demonstra o fluxo desta etapa e as possíveis atuações dos juízes de acordo com a LRJF.

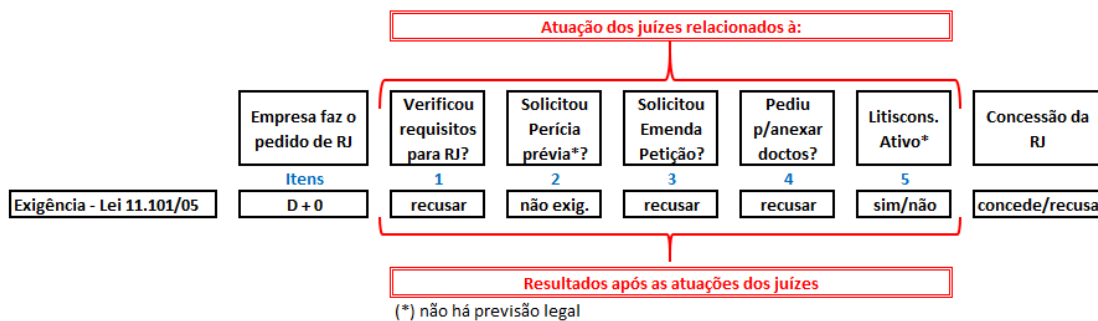


Figura 2. Fluxo da etapa postulatória

Para ter o direito de solicitar a recuperação judicial, a empresa precisa preencher os requisitos legais da LRJF conforme artigo 48, formular uma petição inicial de acordo com artigo 3 e anexar os documentos comprobatórios exigidos pelo artigo 51 (Lei n. 11.101, 2005). Nesta etapa há duas exceções, sem previsão legal, a primeira relacionada a perícia prévia que dependendo da complexidade do pedido o juiz poderá solicitar a perícia antes de conceder o pedido de recuperação judicial e a segunda envolvendo pedido de consolidação de diversas empresas do mesmo grupo econômico para ter um único Plano de Recuperação Judicial (PRJ) ao invés de um plano individual para cada empresa do grupo, conhecido por litisconsórcio ativo.

O resultado final desta etapa é o deferimento do pedido de recuperação judicial à empresa solicitante, desde que atendida as exigências legais, sob pena de não concessão do pedido pelo juiz. No entanto, Mamede (2019) chama atenção para o princípio da instrumentalidade das formas, onde o juiz indicará os itens que não atendem os requisitos formais e dará prazo razoável para apresentação do que foi solicitado até que o pedido seja concedido ao invés de rejeitá-lo, o que não traria nenhum prejuízo a empresa solicitante.

A segunda etapa do processo brasileiro é a fase deliberativa e tem como início o deferimento do pedido da etapa anterior até a decisão do juiz de homologar o plano aprovado em assembleia de credores ou decretar a falência quando o plano for rejeitado em assembleia.

Nesta etapa se inicia a contagem dos prazos legais para a continuidade processual e para exemplificar, a figura 3 demonstra o fluxo desta etapa e as atuações dos juízes conforme LRJF.

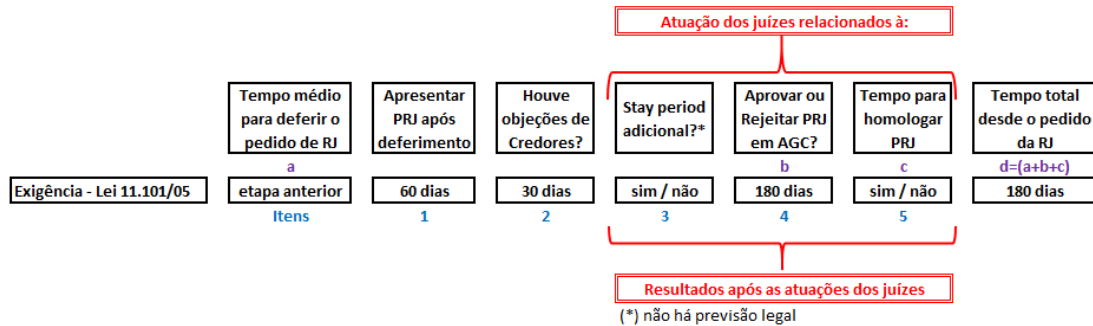


Figura 3. Fluxo da etapa deliberativa

Após a apresentação do PRJ no prazo legal conforme artigo 53 da LRJF, sob pena de falência, e de acordo com artigo 55 os credores contam com trinta dias para apresentar qualquer objeção em relação ao plano apresentado para que o juiz convoque a assembleia de credores não excedendo 150 dias da concessão do pedido em linha com artigo 56, e se não houver objeção dos credores, o plano é considerado aprovado. Para planos de recuperação considerados complexos que contam com grande número de credores, o que dificulta sua negociação, o prazo de 150 dias não será suficiente para a realização da assembleia e o juiz, em prol do artigo 47 da LRJF, designa novas datas para a assembleia (Lei n. 11.101, 2005).

A não realização da assembleia dentro dos 180 dias iniciais, período de proteção pelo *stay period*, deixa a empresa muito vulnerável. Apesar de não haver previsão legal, alguns juízes entendem que o prazo da lei é inadequado e em caráter excepcional, desde que a empresa não tenha contribuído para o atraso processual, o juiz poderá conceder ou não novo prazo igual a 180 dias de proteção limitando, em alguns casos, até a aprovação do plano em assembleia relata Chaves (2017). O fórum para discutir e aprovar o PRJ é a AGC que será instalada conforme quórum do § 2 do artigo 37 da LRJF. Após instalada, a assembleia pode deliberar por sua suspensão e definir uma nova data para a retomada dos trabalhos até que haja a deliberação do PRJ, sob supervisão do juiz.

O plano será homologado pelo juiz nos casos de: (i) se aprovado em assembleia por todas as classes de credores conforme artigos 45 e 58; (ii) quando houver ausência de objeções em relação ao PRJ apresentado; e (iii) mesmo que os requisitos do artigo 58 não sejam preenchidos e resulte na não aprovação do plano o juiz poderá homologar o plano (Lei n. 11.101, 2005). Chaves (2017) explica que a quarta turma do Superior Tribunal de Justiça (STJ)

permite o juiz homologar o plano pelo mecanismo “*cram down*”, sistema que impõe algo que não obteve aprovação, tendo como base para esta permissão os fundamentos da preservação da empresa, emprego e na garantia dos créditos. Por fim, se o plano for rejeitado pelos credores, o juiz decretará falência conforme artigo 73 (Lei n. 11.101, 2005).

Silva e Saito (2018) analisaram a votação de cada classe de credores e a probabilidade de aprovação do plano e concluíram que os credores trabalhistas, independente do resultado de outras classes, aprovariam o plano; quando há concentração na classe de garantia real e maior participação de credores quirografários as chances de aprovação do plano são menores. Sobre a estruturação do plano, há maiores chances de aprovação quando há opção de venda de ativos e se houver grandes diferenças nas propostas de pagamento entre classes de credores as chances de rejeição são grandes, apontam Silva e Saito (2018).

A última etapa do processo brasileiro é a fase executiva onde a empresa permanecerá sob supervisão judicial até o encerramento da recuperação judicial ou a decretação de falência. Para exemplificar, a figura 4 demonstra o fluxo desta etapa e as atuações dos juízes conforme LRJF.

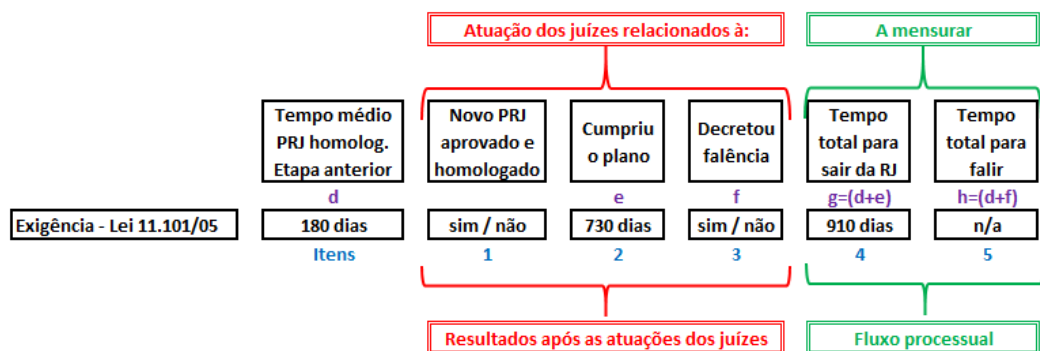


Figura 4. Fluxo da etapa executiva

A falta de cumprimento do plano ensejará na falência da empresa, mas o juiz na prerrogativa da preservação da empresa, emprego e interesse dos credores, pode permitir que a empresa apresente um novo PRJ a ser aprovado pelos credores em AGC ao invés de decretar imediatamente a falência. Mamede (2019) menciona que é viável a modificação do plano já homologado até mesmo após o fim do prazo de supervisão judicial, desde que não haja sentença de encerramento da recuperação judicial. O artigo 61 estabelece que a empresa permanecerá em recuperação judicial pelo prazo de dois anos para cumprimento das obrigações assumidas perante os credores e após este período o juiz decretará o encerramento do processo de reestruturação conforme artigo 63 ou a falência caso o plano não seja cumprido em linha com o artigo 73 (Lei n. 11.101, 2005).

Em um cenário perfeito, a empresa permanecerá em processo de recuperação judicial por no mínimo 910 dias, a qual compreende os 180 dias para a aprovação do plano e os 710 dias (dois anos) para o seu cumprimento, segundo a lei brasileira.

3 Dados

A amostra inicial reuniu cerca de 5.000 empresas que solicitaram recuperação judicial, cujos dados foram extraídos do TJSP, entre o período de 2005 a 2017. O processo de digitalização de processos no tribunal começou no final de 2009 e por esta razão somente os processos que tinham informações disponíveis do plano permaneceram na base. Também foram consultadas outras fontes de dados para se buscar as informações, como site da própria empresa ou administrador judicial. Após este filtro, a amostra passou a ser composta por 1.745 empresas.

Dando sequência na coleta de dados, buscou-se nas decisões judiciais para cada empresa os julgamentos realizados pelos juízes em cada etapa do processo e foi considerando apenas as informações disponíveis nesta fase da coleta. Assim, a amostra passou a ser de 1.660 empresas. Por fim, foi aplicado um último filtro na base para manter apenas os juízes que eram responsáveis por pelo menos 2 processos cada, para eliminar a pulverização e ter uma base de comparação entre juízes mais robusta. Portanto, a amostra final passou a ser de 1.515 empresas, tanto públicas quanto privadas, que solicitaram a recuperação judicial em 34 unidades judiciárias, entre o período de 2005 a 2017.

O espaço do trabalho foi delimitado para o Estado de São Paulo em função de ter sido o primeiro Estado brasileiro a criar varas especializadas com juízes específicos, em sua capital, para julgar processos de recuperação judicial no mesmo ano que passou a vigorar a atual lei de falências.

A base de dados foi construída de acordo com as etapas do processo de recuperação judicial descrito na seção 2.1 deste artigo. Para as informações gerais dos processos, foram coletadas as seguintes informações para cada empresa: (i) data do pedido, (ii) forma de distribuição do processo, (iii) nome do juiz que recebeu o processo, (iv) cidade onde o processo foi distribuído, (v) vara especializada ou não, (vi) se o processo foi redistribuído acompanhado do motivo e o nome do juiz que recebeu o processo, (vii) tipo de sociedade da empresa solicitante, (viii) grupo econômico ou não, (ix) valor da dívida a ser reestruturada segregada por classe de credores, (x) número total de credores, (xi) classificação do setor de atuação segundo os critérios da Bloomberg, (xii) nome do atual juiz responsável pelo processo na data da consulta e (xiii) status do processo de acordo com o TJSP.

Para a fase postulatória foram coletadas as seguintes informações: (i) se o juiz solicitou perícia prévia, (ii) se o juiz solicitou correção na petição inicial, (iii) se o juiz concedeu prazo para a entrega de documentos faltantes, (iv) data da concessão do pedido e (v) nome do juiz que deferiu o pedido.

Já para a fase deliberativa foram coletadas as seguintes informações: (i) data da apresentação do plano, (ii) data da publicação do edital de convocação para realização da AGC, (iii) data da primeira convocação, (iv) data da segunda convocação, (v) data da AGC que deliberou o plano, (vi) se o plano foi aprovado ou não, (vii) se a empresa solicitou extensão do stay-period, (viii) data da homologação do plano pelo juiz e (ix) nome do juiz que homologou o plano.

E por fim, para a fase executiva foram coletadas as seguintes informações: (i) se houve novo plano, (ii) quantas vezes o plano foi modificado, (iii) data da publicação do edital de convocação para realização da AGC, (iv) data da primeira convocação, (v) data da segunda convocação, (vi) data da AGC que deliberou o plano, (vii) se o plano foi aprovado ou não, (viii) data da homologação do plano pelo juiz, (ix) nome do juiz que homologou o plano, (x) data da AGC que deliberou a última modificação do plano, (xi) se a última modificação do plano foi aprovada ou não, (xii) data da homologação da última modificação do plano pelo juiz, (xiii) nome do juiz que fez a última homologação do plano, (xiv) se houve decretação de falência, (xv) data da falência, (xvi) nome do juiz que decretou a falência, (xvii) motivo da falência, (xviii) se houve encerramento da recuperação judicial, (xix) motivo do encerramento, (xx) nome do juiz que encerrou a recuperação e (xxi) status do processo na data da coleta.

A tabela 1, apresenta a primeira descrição dos dados relacionada a amostra, sendo composta em sua maior parte por empresas de limitadas (Ltda) com 1.147 observações e por sociedades anônimas (S/A) com 185 observações.

Tabela 1

Classificação jurídica das empresas

Tipos	Eireli	ME	EPP	Ltda	S/A	Total
Quantidade	27	73	83	1.147	185	1.515
Distribuição	1,8%	4,8%	5,5%	75,7%	12,2%	100,0%

As 1.515 empresas resumem-se em 344 processos de recuperação judicial, sendo 256 de empresas individuais (74,4%) e 88 processos relacionados a grupos econômicos (25,6%), que reúnem diversas empresas no mesmo processo. O pedido de consolidação para caracterizar grupo econômico depende da aprovação do juiz. Portanto, a amostra final é de 344 processos, conforme tabela 2.

Tabela 2

Quantidade de processos

Tipos	Quantidade	Distribuição
Individual	256	74,4%
Grupo econômico	88	25,6%
Total	344	100,0%

Com relação aos setores de atuação, a maior concentração de pedidos de reestruturação está no setor de consumo cíclico com 166 observações, representando 48,3%, seguido do setor de consumo não cíclico com 17,7% e os setores de materiais básicos e bens industriais com 18,0% e 16,0%, respectivamente, conforme tabela 3.

Tabela 3

Setores de atuação das empresas

Setor de atuação	Total	
	N	%
Materiais básicos	62	18,0%
Consumo cíclico	166	48,3%
Consumo não cíclico	61	17,7%
Bens industriais	55	16,0%
Total	344	100,0%

A tabela 4 evidencia o montante da dívida total a ser reestruturada por classe de credores. A maior parte da dívida está na classe III (credores quirografários) com cerca de 88,0%, seguido da classe II (credores com garantia real) com 8,5%, classe I (credores trabalhistas) com 2,6% e classe IV (microempresas) com 1,0%. Os credores totais representam um universo de mais de 149 mil observações.

Tabela 4

Estatística descritiva do montante da dívida a ser reestruturada em % e quantidade de credores

Classes e Credores	Montante Total*	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio padrão
Classe I - %	0,02612	0,07784	0,02477	1,00000	0,00001	0,12994
Classe II - %	0,08451	0,18142	0,09377	0,84704	0,00079	0,20353
Classe III - %	0,87972	0,85239	0,93171	1,00000	0,05277	0,19372
Classe IV - %	0,00965	0,04624	0,01720	0,84523	0,00001	0,08564
Credores - n	149.464	434	122	21.867	3	1.505

Nota. (*) Montante total de cada classe de credores dividido pelo total da dívida.

A tabela 5 explora a aleatoriedade da distribuição das ações aos juízes. Das 344 ações, 257 foram distribuídas por sorteio, representando 74,7%, seguido por 19,5% das ações

distribuídas por dependência ou prevenção. Das 20 ações redistribuídas, 11 foram redistribuídas aleatoriamente pelo distribuidor central (fiscalização que garante a aleatoriedade do processo), portanto, 77,9% dos processos são aleatórios e 22,1% são distribuídos por dependência, quando já existe uma ação envolvendo a mesma empresa relacionado ao tema de falência. É importante frisar que a primeira distribuição é aleatória e a segunda não, por isso que a distribuição é por dependência ou prevenção para que não seja designado dois juízes para a mesma causa.

Tabela 5

Distribuição dos processos

Forma de distribuição	Quantidade	Distribuição
Livre – Processo Distribuído por Sorteio	257	74,7%
Distribuído por Dependência / Prevenção	67	19,5%
Redistribuído – Livre - Processo Distribuído por Sorteio	11	3,2%
Redistribuído - Por Dependência / Prevenção	9	2,6%
Total	344	100,0%

Dos 20 processos redistribuídos, 65,0% dos pedidos tentaram direcionar o processo para um fórum de uma cidade menor e o juiz ao verificar que os principais ativos estavam em outra cidade determinou a redistribuição para o fórum correto.

4 Análise Empírica

O objetivo desta seção é explorar, por meio de análises empíricas, a aleatoriedade dos processos e a heterogeneidade dos juízes com os resultados do processo, se faliu ou concluiu a recuperação judicial, além de se analisar cada etapa do processo judicial, na tentativa de se buscar a relação entre juízes e os resultados dos processos além de evidenciar a atuação dos juízes, por meio do seu efeito fixo, nos resultados de nossas regressões.

O tempo de aprovação de cada fase será controlado por variáveis endógenas, ou seja, por característica de complexidade como logaritmo natural do montante da dívida, número de credores, se é grupo econômico e setor de atuação e como variáveis exógenas será explorado o efeito fixo de cada juiz, quer seja de vara especializada ou vara comum, responsável pelo processo de recuperação judicial.

Para as 3 primeiras regressões, analisarei o resultado final do processo, sendo a falência decretada pelo juiz ou o encerramento do processo mediante o cumprimento das obrigações assumidas no plano aprovado pelos credores.

Para o primeiro modelo, verificarei o resultado final da recuperação judicial, se faliu ou não, por meio de uma variável dummy como dependente para se obter a probabilidade de

falência. O modelo econométrico utilizado para variável dependente binária será a regressão Logit, conforme equação 1:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 \ln_dívida_i + \beta_2 \text{número_de_credores}_i + \beta_3 \text{setor}_i + \beta_4 \text{grupo_econômico}_i + \beta_5 \text{vara_especializada}_i + \beta_6 \text{stay_period_adicional}_i + \beta_7 \text{quantidade_aditamento}_i + \beta_8 \text{processo_aleatório}_i + \epsilon_i \quad (1)$$

Onde:

y_i : $Pr(Y=1/X)$: variável *dummy* igual a 1 se o resultado da recuperação foi falência e 0 se o juiz encerrou o processo pelo cumprimento do plano;

$\beta_1 \ln_dívida_i$: é o logaritmo natural do total de dívidas, a serem reestruturadas;

$\beta_2 \text{número_de_credores}_i$: é a quantidade de credores, considerando todas as classes;

$\beta_3 \text{setor}_i$: variável *dummy* para se controlar o efeito de cada setor econômico onde a empresa ou grupo econômico está classificado;

$\beta_4 \text{grupo_econômico}_i$: variável de controle onde 1 é para plano de recuperação judicial que envolve mais de uma empresa, denominado grupo econômico, e 0 para empresa individual;

$\beta_5 \text{vara_especializada}_i$: variável de controle onde 1 é para varas especializadas de recuperação judicial, localizada na capital de São Paulo, e 0 para varas civis comuns, localizadas nas demais comarcas do Estado de São Paulo;

$\beta_6 \text{stay_period_adicional}_i$: variável de controle onde 1 é para os casos em que o juiz concedeu prazo adicional aos 180 dias estabelecidos pela lei e 0 para os casos que a solicitação de prazo foi negada;

$\beta_7 \text{quantidade_aditamento}_i$: Quantidade de aditamento: variável de controle onde 1 é para as empresas que tenha realizado mais do que 1 aditamento e 0 para as empresas que não realizaram aditamento em seu plano; e

$\beta_8 \text{processo_aleatório}_i$: variável *dummy* igual a 1 se o processo foi distribuído de forma aleatória, no ato do pedido, e 0 se o processo foi distribuído por direcionamento ou prevenção.

Na sequência, incluirei no segundo modelo, o efeito fixo de cada juiz sob o resultado do processo de recuperação judicial para se obter a probabilidade de falência da empresa. Para isso, a amostra será reduzida para se analisar somente os processos distribuídos de forma

aleatória, no ato do pedido. Assim como na primeira regressão, a variável dependente a ser utilizada no segundo modelo, será uma dummy y_i : Pr ($Y=1/X$), nas mesmas definições da equação 1. O modelo econométrico utilizado será a regressão Logit, conforme equação 2:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 \ln_dívida_i + \beta_2 \text{numero_de_credores}_i + \beta_3 \text{setor}_i + \beta_4 \text{grupo_econômico}_i + \beta_5 \text{vara_especializada}_i + \beta_6 \text{stay_period_adicional}_i + \beta_7 \text{quantidade_aditamento}_i + \beta_8 \text{juiz_1}_i + \beta_9 \text{juiz_2}_i + \beta_{10} \text{juiz_3}_i + \dots + \beta_n \text{juiz}_{n_i} + \epsilon_i \quad (2)$$

Evitarei repetir a definição das variáveis, já definida nas equações anteriores. Na sequência, analisarei a interferência de cada regressor no tempo total em que a empresa permaneceu no processo de recuperação judicial ou se foi decretada a sua falência. O modelo econométrico utilizado para variável dependente tempo, medido em dias, será a regressão Poisson, conforme equação 3:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 \ln_dívida_i + \beta_2 \text{numero_de_credores}_i + \beta_3 \text{setor}_i + \beta_4 \text{grupo_econômico}_i + \beta_5 \text{vara_especializada}_i + \beta_6 \text{stay_period_adicional}_i + \beta_7 \text{quantidade_aditamento}_i + \beta_8 \text{processo_aleatório}_i + \epsilon_i \quad (3)$$

A variável y_i representa o tempo total em que a empresa permaneceu em recuperação judicial, em dias. Alternativamente as regressões de Poisson (esta e as posteriores), eu as processarei também pela regressão binomial negativa 2 para corrigir eventuais problemas de *overdispersion*.

Em linha com as etapas do processo descrito na seção 2.1 deste artigo, apresentarei os modelos econométricos de acordo com as etapas do processo de recuperação. Para a fase postulatória será analisado o tempo total entre o pedido de recuperação judicial formulado pela empresa até a aprovação do pedido pelo juiz. O modelo econométrico utilizado para variável dependente tempo, medido em dias, é a regressão Poisson, conforme equação 4:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 \ln_dívida_i + \beta_2 \text{numero_de_credores}_i + \beta_3 \text{setor}_i + \beta_4 \text{grupo_econômico}_i + \beta_5 \text{vara_especializada}_i + \beta_6 \text{perícia_prévia}_i + \beta_7 \text{processo_completo}_i + \beta_8 \text{juiz_2}_i + \beta_9 \text{juiz_3}_i + \dots + \beta_n \text{juiz}_{n_i} + \epsilon_i \quad (4)$$

A variável y_i representa o tempo de aprovação do pedido de recuperação judicial em dias; $\beta_6 \text{perícia_prévia}_i$ representa uma variável de controle onde 1 são para os pedidos onde o juiz julgou necessário a perícia prévia e 0 para os pedidos que não foram realizadas a perícia;

$\beta_7 \text{processo_completo}_i$ é uma variável de controle onde 1 são para os processos que o juiz determinou complemento na inicial e 0 para os processos apresentados corretamente e $\beta_n \text{juiz}_{n_i}$ representa a variável de interesse para verificar o efeito fixo de cada juiz na variável dependente desta equação, para explorar a heterogeneidade do juiz dentro da aprovação da fase postulatória.

A fase deliberativa será analisada em duas regressões. A primeira regressão analisará o tempo total, em dias, entre a aprovação do pedido de recuperação judicial (etapa anterior) pelo juiz até a aprovação do PRJ na assembleia de credores, definido como variável y_i . O modelo econométrico utilizado para variável dependente tempo, medido em dias, é a regressão Poisson, conforme equação 5:

$$\begin{aligned}
 y_i = & \beta_0 + \beta_1 \ln_dívida_i + \beta_2 \text{número_de_credores}_i + \beta_3 \text{setor}_i + \\
 & \beta_4 \text{grupo_econômico}_i + \beta_5 \text{vara_especializada}_i + \\
 & \beta_6 \text{stay_period_adicional}_i + \beta_7 \text{juiz_1}_i + \beta_8 \text{juiz_2}_i + \beta_9 \text{juiz_3}_i + \dots + \\
 & \beta_n \text{juiz}_{n_i} + \epsilon_i
 \end{aligned} \tag{5}$$

A segunda regressão da fase deliberativa analisará o tempo necessário, em dias, para o juiz homologar o plano aprovado em assembleia, sendo esta a variável y_i . O modelo econométrico utilizado para variável independente tempo, medido em dias, é a regressão Poisson, conforme equação 6:

$$\begin{aligned}
 y_i = & \beta_0 + \beta_1 \ln_dívida_i + \beta_2 \text{número_de_credores}_i + \beta_3 \text{setor}_i + \\
 & \beta_4 \text{grupo_econômico}_i + \beta_5 \text{vara_especializada}_i + \beta_6 \text{juiz_1}_i + \beta_7 \text{juiz_2}_i + \\
 & \beta_8 \text{juiz_3}_i + \dots + \beta_n \text{juiz}_{n_i} + \epsilon_i
 \end{aligned} \tag{6}$$

A fase executiva será analisada em duas regressões. A primeira regressão analisará somente as empresas que tiveram seu plano aprovado em assembleia aditado ou modificado por mais de uma vez. Neste caso, a variável y_i será o tempo, em dias, entre a primeira e última homologação do plano realizada pelo juiz. O modelo econométrico utilizado para variável dependente tempo, medido em dias, é a regressão Poisson, conforme equação 7:

$$\begin{aligned}
 y_i = & \beta_0 + \beta_1 \ln_dívida_i + \beta_2 \text{número_de_credores}_i + \beta_3 \text{setor}_i + \\
 & \beta_4 \text{grupo_econômico}_i + \beta_5 \text{vara_especializada}_i + \\
 & \beta_6 \text{quantidade_aditamento}_i + \beta_7 \text{juiz_1}_i + \beta_8 \text{juiz_2}_i + \beta_9 \text{juiz_3}_i + \dots + \\
 & \beta_n \text{juiz}_{n_i} + \epsilon_i
 \end{aligned} \tag{7}$$

A segunda regressão da fase executiva analisará o tempo total, em dias, em que a empresa permaneceu em recuperação judicial, após o juiz decretar o encerramento do processo pelo cumprimento do plano, sendo esta a variável y_i . O modelo econométrico utilizado para variável dependente tempo, medido em dias, é a regressão Poisson, conforme equação 8:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 \ln_dívida_i + \beta_2 \text{número_de_credores}_i + \beta_3 \text{setor}_i + \beta_4 \text{grupo_econômico}_i + \beta_5 \text{vara_especializada}_i + \beta_6 \text{stay_period_adicional}_i + \beta_7 \text{quantidade_aditamento}_i + \beta_8 \text{juiz_1}_i + \beta_9 \text{juiz_2}_i + \beta_{10} \text{juiz_3}_i + \dots + \beta_n \text{juiz}_{n_i} + \epsilon_i \quad (8)$$

5 Resultados

Os resultados serão apresentados em dois blocos, descritivos e empíricos.

5.1 Resultados descritivos

A fase postulatória resulta no prazo em que a empresa levou para ter o pedido de recuperação judicial aceito pelo juiz, conforme figura 5. A primeira verificação realizada pelos juízes foi relacionada com o direito de pedir a recuperação judicial. Para 100% da amostra as empresas tinham o direito de pedir, porém a forma de pedir (petição inicial + documentação) não estavam de acordo, pois 82,6% das observações faltavam documentos comprobatórios e 47,7% apresentavam irregularidades na petição inicial.

		Atuação dos juizes relacionados à:					
	Empresa faz o pedido de RJ	Verificou requisitos para RJ?	Solicitou Perícia prévia*?	Solicitou Emenda Petição?	Pediu p/anexar doctos?	Solicitou Litiscons. Ativo*	Tempo médio para deferir o pedido de RJ
Descrição na sessão 2.1.1	Itens	1	2	3	4	5	
Exigência - Lei 11.101/05	D + 0	recusar	não exig.	recusar	recusar	sim/não	não há limites
# observações 344n							
Total de juizes	D + 0	100,0%	13,1%	47,7%	82,6%	25,6%	52 dias
# observações 271n							
Juizes Vara Especializada	D + 0	100,0%	12,9%	49,4%	88,9%	24,7%	50 dias
# observações 73n							
Juizes Vara Comum	D + 0	100,0%	13,7%	41,1%	58,9%	28,8%	61 dias
		Resultados após as atuações dos juizes					

(*) não há previsão legal

Figura 5. Resultados das etapas da fase postulatória

Apesar de não ter previsão legal, o juiz pode requerer a realização de uma perícia prévia antes de conceder a recuperação judicial. Na maioria dos casos a perícia são para determinados itens que o juiz exige, em especial para grandes grupos econômicos ou casos complexos. A

figura 5 indica que em geral a solicitação é baixa, porém os juízes de varas comuns solicitam mais (13,7%) que os juízes de varas especializadas (12,9%), provavelmente por não tratarem exclusivamente de assuntos de recuperação judicial.

Quanto aos pedidos de litisconsórcio ativo solicitando a formação de grupo econômicos, a figura 5 demonstra que há mais pedidos de formação de grupos econômicos nas varas comuns (28,8%) do que em varas especializadas (24,7%).

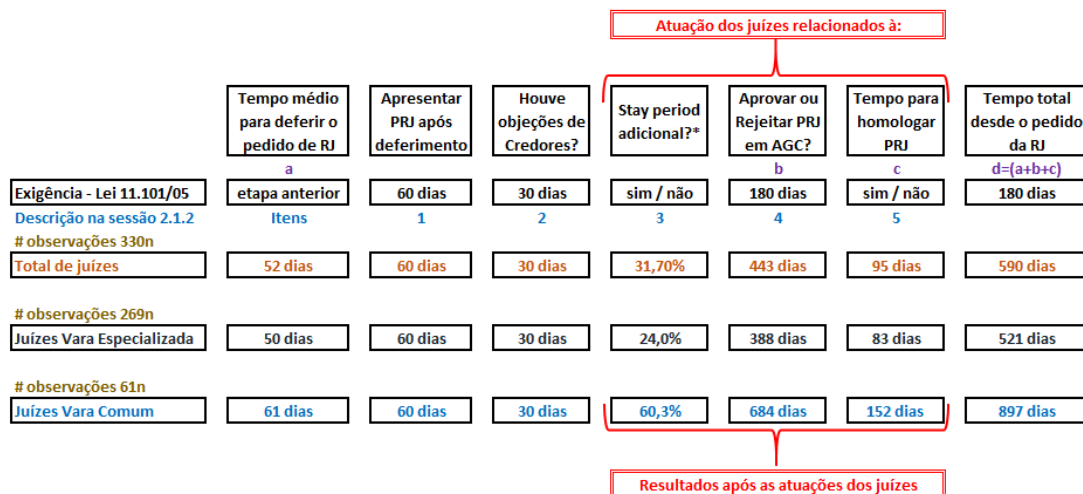
A tabela 6 apresenta a estatística descritiva para os resultados em dias, do tempo total da fase postulatória, desde a entrada do pedido até a decisão do juiz em conceder a recuperação. Na média geral, o tempo médio geral é de 52 dias, mas analisando os tipos de juízes, os de varas comuns levam mais tempo do que os juízes de vara especializada, 61 e 50 respectivamente. Os resultados apontam que juízes de varas especializadas levam menos tempo para conceder a recuperação judicial do que juízes de vara comum.

Tabela 6

Estatística descritiva do tempo total, em dias, da fase postulatória

Juiz de Vara	Observações (n)	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio padrão
Especializada	271	50	37	564	-	54
Comum	73	61	31	403	-	75
Total	344	52	37	564	-	59

A fase deliberativa, conforme figura 6, resulta no prazo em que a empresa levou para ter o plano aprovado em assembleia e homologado pelo juiz desde a última etapa da fase postulatória.

**Figura 6.** Resultados das etapas da fase deliberativa

A primeira obrigação é a apresentação do plano em até sessenta dias após o deferimento, sob pena de ter sua falência decretada, caso não apresente. Na amostra observada apenas uma empresa não apresentou e teve sua falência decretada pelo juiz.

Após a apresentação do plano os credores têm trinta dias para apresentar alguma objeção em relação ao plano. Caso não haja objeções o plano é considerado aprovado, pois a ausência de manifestação resulta em aprovação. Da amostra analisada, apenas 19 empresas tiveram seus planos aprovados e homologados pelo juiz sem a realização da AGC. Os demais planos foram submetidos pelo rito da assembleia de credores para deliberação.

Em muitos casos, como observado na amostra, o prazo de proteção denominado de “*stay-period*” vence antes da aprovação do plano, em função de sua complexidade, grupo econômico, negociação dos credores, ou inúmeras suspensões de AGC. A concessão de prazo adicional é uma decisão do juiz que normalmente estende por mais 180 dias até aprovação do plano ou sua homologação. A figura 6 evidencia que há mais concessões de prazo adicional em processos das varas comuns do que em varas especializadas, que por sua vez levam mais tempo para serem aprovados pela AGC, pois contam com proteção adicional concedida pelo juiz.

O resultado de todas as ocorrências que há num processo de recuperação judicial é refletido no período em que o processo transita no judiciário, ou seja, quando há interferências de credores, advogados, da própria empresa devedora e de juizes, como na concessão do *stay-period* adicional resulta em maiores prazos para deliberação do plano em AGC, além da complexidade de cada processo. A tabela 7 evidencia os prazos que os processos levaram desde a aprovação do pedido até a deliberação em assembleia. Os resultados demonstram que os planos de recuperação judicial são aprovados com média de 388 dias nas varas especializadas e 684 dias nas varas comuns.

Tabela 7

Estatística descritiva do tempo, em dias, para ter o plano aprovado em AGC

Juiz de Vara	Observações (n)*	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio padrão
Especializada	269	388	354	1.943	149	182
Comum	61	684	673	1.590	123	315
Total	330	443	384	1.943	123	242

Nota. (*) Os processos que tiveram falência decretada e aqueles que não realizaram a AGC foram excluídos.

O último ato da fase deliberativa e o mais importante é a sentença do juiz com base no resultado da assembleia que deliberou o plano de recuperação judicial. Antes de entrar no detalhe do resultado, vamos analisar o tempo, em dias, que o juiz levou para dar sua sentença

sobre o plano, quer seja a homologação do plano ou a decretação de falência. A tabela 8 também descreve que em média os juízes de varas especializadas levam 83 dias para dar sua sentença enquanto os juízes de vara comum 152 dias.

Tabela 8

Estatística descritiva do tempo, em dias, para homologar o plano

Juiz de Vara	Observações (n)*	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio padrão
Especializada	269	83	56	674	1	93
Comum	61	152	71	934	7	183
Total	330	95	58	934	1	117

Nota. (*) Os processos que tiveram falência decretada e aqueles que não realização AGC foram excluídos.

A tabela 9 descreve os resultados das sentenças dos juízes referente aos processos de recuperação judicial. Da amostra analisada, a maioria dos processos foram aprovados e homologados (80,5%) e cerca de 10,2% dos processos tiveram sua falência decretada em função da não aprovação em assembleia. O que chama atenção são os processos que ainda não tiveram sua AGC realizada, que por lei deveriam ter sido realizadas em 180 dias e dos 13 processos, 11 são de varas comuns.

Em outras palavras, os resultados da tabela 9 apontam que os juízes de varas especializadas apresentam melhores índices do que os juízes de varas comuns e consequentemente seus planos são aprovados e homologados com maior brevidade do que os juízes de varas comuns.

Tabela 9

Resultados das sentenças do juiz

Juízes de varas:	Especializada		Comum		Total	
	N	%	N	%	N	%
Aprovado em AGC	229	84,5%	48	65,8%	277	80,5%
Aprovado sem AGC *	14	5,2%	5	6,8%	19	5,5%
Não aprovado na AGC	26	9,6%	8	11,0%	34	9,9%
Falência **	-	0,0%	1	1,4%	1	0,3%
AGC ainda não realizada	2	0,7%	11	15,1%	13	3,8%
Total	271	100,0%	73	100,0%	344	100,0%

Nota. (*) planos que tiveram objeções de credores e foram aprovados automaticamente.

(**) falência decreta por não apresentar plano dentro do prazo de 60 dias após o deferimento do pedido.

A fase executiva, conforme figura 7, resulta na mensuração dos planos aprovados e homologados na fase anterior até o seu encerramento em função do cumprimento do plano, da decretação de falência pelo não cumprimento do plano ou se o plano ainda está em curso.

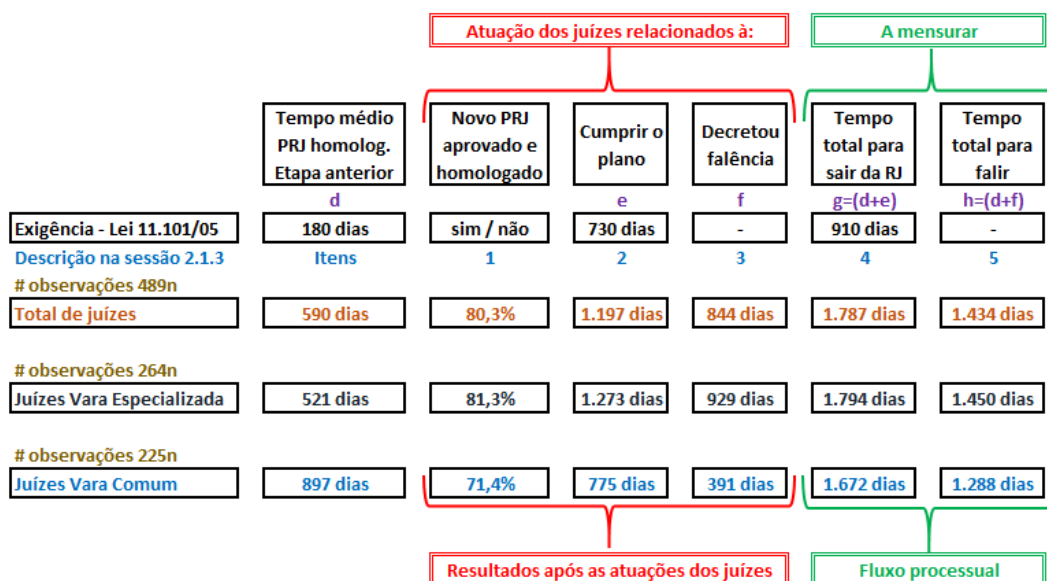


Figura 7. Resultados das etapas da fase executiva

Antes de apresentar os resultados da fase executiva foi observado que cerca de 20,6%¹ dos processos já aprovados e homologados sofreram modificações dado que tiveram autorização dos juízes para propor aos credores sua modificação na tentativa de preservar a função social da empresa, empregos e interesses dos credores, conforme tabela 10.

Os resultados são semelhantes da primeira sentença. A maioria dos planos modificados foram aprovados e homologados (80,3%), os não aprovados e com falência decretada e os planos ainda pendentes de realização da assembleia representam 9,9% cada. As varas especializadas apresentam melhores índices de aprovação e as varas comuns com o maior percentual de planos pendentes.

Tabela 10

Resultados das sentenças do juiz referente aos planos modificados

Juízes de varas:	Especializada		Comum		Total	
	N	%	N	%	N	%
Aprovado em AGC	52	81,3%	5	71,4%	57	80,3%
Não aprovado na AGC	7	10,9%	-	0,0%	7	9,9%
AGC ainda não realizada	5	7,8%	2	28,6%	7	9,9%
Total	64	100,0%	7	100,0%	71	100,0%

Por fim, a tabela 11 apresenta os resultados, obtidos no momento da coleta, da amostra. No geral, os resultados em percentual obtidos pelos juízes das varas especializadas são mais conclusivos, em relação ao encerramento da recuperação e falências, quando se comparam com

¹ Resultado da divisão de processos modificados dividido pelo número total da amostra (71/344=20,6%).

o resultado das varas comuns. Quando a empresa cumpre o plano, dentro dos dois anos, após a homologação o processo é encerrado e neste ponto há 14,8% dos processos em varas especializadas e 23,3% em varas comuns que deveriam ter sido encerrados e não foram, além dos processos ainda pendentes de realização de assembleia.

Tabela 11

Resultado final dos processos de recuperação judicial

Juízes de varas:	Especializada		Comum		Total	
	N	%	N	%	N	%
Falência decretada	131	48,3%	15	20,5%	146	42,4%
Encerrado recuperação	62	22,9%	4	5,5%	66	19,2%
Em curso - no prazo	34	12,5%	28	38,4%	62	18,0%
Em curso – vencido*	40	14,8%	17	23,3%	57	16,6%
AGC ainda não realizada	4	1,5%	9	12,3%	13	3,8%
Total	271	100,0%	73	100,0%	344	100,0%

Nota. (*) considerado 24 meses após o diferimento, tendo como data de corte o dia 20/08/2020.

Os principais motivos para a decretação de falência, conforme tabela 12, são o não pagamento de credores, envolvendo todas as classes, com 28,1%, a rejeição do plano pelos credores em AGC com 26,0%.

Tabela 12

Motivos das falências

Juízes de varas:	Especializada		Comum		Total	
	N	%	N	%	N	%
Não pagamento credores	39	29,8%	2	13,3%	41	28,1%
Não aprovado em AGC	31	23,7%	7	46,7%	38	26,0%
Declarou falência	27	20,6%	-	-	27	18,5%
Encerramento atividades	23	17,6%	-	-	23	15,8%
Outros motivos*	11	8,4%	6	40,0%	17	11,6%
Total	131	100,0%	15	100,0%	146	100,0%

Nota. (*) Os outros motivos são em sua maioria: falta de apresentar documentos e PRJ, falecimento do titular da empresa, benefício de credor trabalhista e esvaziamento de patrimônio.

Tabela 13

Estatística descritiva do tempo, em dias, que a empresa esteve em recuperação

Juiz de Vara	Observações (n)	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio padrão
Especializada	62	1.794	1.688	3.326	651	557
Comum	4	1.672	1.666	2.221	1.134	446
Total	66	1.787	1.688	3.326	651	549

Para os processos que tiveram o seu encerramento decretado pelo juiz, a tabela 13 descreve os seus resultados considerando a quantidade de dias desde a solicitação do pedido de recuperação judicial. Em média, o processo permaneceu sob supervisão judicial 1.794 dias em varas especializadas e 1.672 dias em varas comuns, resultado relativamente próximos na comparação entre varas.

Pela LRJF um processo de recuperação judicial deveria transitar durante 910 dias nos tribunais e pela amostra coletada o prazo médio é de aproximadamente duas vezes até o seu encerramento. Na mesma linha da tabela 13, a tabela 14 apresenta quantos dias o processo permaneceu sob supervisão judicial até ser decretada sua falência pelo juiz. Observa-se que as varas especializadas apresentam resultados em dias maiores do que as varas comuns, o que pode ser resultado da postergação da decretação de falência por conta da preservação da função social da empresa.

Tabela 14

Estatística descritiva dos processos que tiveram sua falência decretada, medido em dias

Juiz de Vara	Observações (n)	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio padrão
Especializada	131	1.450	1.241	4.771	370	869
Comum	15	1.288	1.250	1.984	490	438
Total	146	1.434	1.246	4.771	370	836

Tabela 15

Matriz de correlação

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. Log da dívida	1,00									
2. Número de credores	0,52	1,00								
3. Setor bens industriais	0,11	0,08	1,00							
4. Setor cons. cíclico	-0,15	-0,01	-0,46	1,00						
5. Setor cons. não cíclico	0,01	-0,01	-0,20	-0,50	1,00					
6. Setor materiais básico	0,09	-0,06	-0,17	-0,41	-0,18	1,00				
7. Grupo econômico	0,34	0,26	0,01	-0,03	-0,06	0,09	1,00			
8. Vara especializada	0,05	0,05	-0,20	0,14	-0,00	0,01	-0,03	1,00		
9. <i>Stay period</i> adicional	0,28	0,23	0,07	-0,07	0,04	-0,02	0,21	-0,35	1,00	
10. Quant. de aditamento	0,30	0,17	0,16	-0,09	0,04	-0,08	0,07	0,09	0,02	1,00

Nota. Os valores destacados em **negrito** serão explorados pelo autor.

A tabela 15 apresenta a matriz de correlação. A maior correlação é positiva e ocorre entre log da dívida total e número de credores (0,52) indicando que quanto maior o número de credores maior é a dívida. A quantidade de aditamento do plano de recuperação judicial tem

correlação positiva com o log da dívida total (0,30) e número de credores (0,17) o que tende as empresas solicitarem aditamento de seus planos quando envolvem maiores níveis de dívidas e credores.

Por sua vez, o grupo econômico apresenta correlação positiva entre log da dívida (0,34) e número de credores (0,26) indicando que quanto maior o grupo econômico e número de credores maior tende a ser dívida total. Da mesma forma para o *stay period* adicional que apresenta correlação positiva com log da dívida (0,28), número de credores (0,23) e grupo econômico (0,21) indicando que há uma tendência de concessão de *stay period* adicional quanto se trata de grupo econômico que conseqüentemente terá maiores níveis de dívidas e credores.

As principais correlações negativas são entre os setores de atuação além da correlação negativa entre o setor de bens industriais e vara especializada (-0,20) indicando que há menos processos deste setor em varas especializadas e entre *stay period* adicional e vara especializada (-0,35) o que tende a menores concessões de prazo adicional quando se trata de varas especializadas.

5.2 Resultados empíricos

A tabela 16 apresenta os resultados das regressões lineares avaliando o resultado do processo de recuperação judicial. Para a regressão 1, onde se avalia a probabilidade de a empresa falir, a variável log de dívida apresenta coeficiente positivo (0,5495) e estatisticamente significativo ao nível de 1%, indicando que quanto maior a dívida maior a probabilidade de falência, em linha com os achados de Silva e Saito (2018) sobre menores chances de aceitação do plano quando há propostas de pagamento heterogêneas. Já a variável número de credores resulta num coeficiente negativo (-0,0005), quase zero, porém estatisticamente significativo ao nível de 5%. Apesar do coeficiente ser muito próximo de zero, este resultado corrobora com os argumentos de Hotchkiss et al. (2008) sobre surgimento de problemas quando há credores heterogêneos.

Tabela 16

Resultados das regressões sobre o resultado da recuperação

Regressões	1. Logit		2. Logit		3. Poisson		3. BN2 (alternativa)	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Constante	-7,00801	0,0050***	-8,95729	0,0026***	7,84230	<0,0001***	7,84765	<0,0001***
Log da dívida	0,549541	0,0002***	0,610858	0,0006***	-0,0228185	0,3248	-0,0234359	0,3257
Número de credores	-0,000576	0,0463**	-0,000663	0,0525*	6,30086E-05	0,0739*	7,04944E-05	0,1231
Setor bens industriais	0,815502	0,1684	0,864801	0,2407	-0,326511	0,0096***	-0,311253	0,0185**
Setor consumo cíclico	0,931668	0,0414**	0,790025	0,2031	-0,151517	0,148	-0,141985	0,1783
Setor consumo não cíclico	0,68885	0,2032	0,508287	0,4753	-0,0775746	0,5109	-0,0849929	0,4906
Grupo econômico	-0,909632	0,0226**	-1,06207	0,0544*	-0,0269360	0,7056	-0,0304171	0,6744
Vara especializada	-0,843527	0,2176	21,8368	0,5514	0,000903585	0,9919	-0,00308622	0,974
<i>Stay period</i> adicional	-0,559928	0,2095	0,661796	0,3408	-0,102193	0,1768	-0,0944260	0,2206
Quantidade de aditamento	-1,25207	0,0014***	-1,79741	0,0005***	0,289577	<0,0001***	0,282915	<0,0001***
Processo aleatório	-0,244930	0,5523	-	-	-0,0709395	0,3809	-0,0693851	0,4151
Alpha	-	-	-	-	-	-	0,213358	<0,0001***
Juiz_3	-	-	-21,4418	0,4573	-	-	-	-
Juiz_4	-	-	-24,0005	0,5023	-	-	-	-
Juiz_5	-	-	-21,6542	0,2884	-	-	-	-
Juiz_6	-	-	-22,0028	0,3593	-	-	-	-
Juiz_8	-	-	-21,4491	0,5537	-	-	-	-
R-quadrado de McFadden		0,107729		0,228756		0,106668		-
R-quadrado ajustado		0,024062		0,082872		0,106388		-
Log da verossimilhança		-117,3091		-79,30047		-35202,25		-1675,400
Observações		212		165		212		212

Nota. (1) Os valores destacados em **negrito** serão explorados pelo autor, com exceção da constante. (2) Os níveis de significância estatístico são representados pelos asteriscos (*), sendo ***10%**, ****5%** e *****1%**. (3) BN2 significa binomial negativa 2. (4) Os coeficientes que não apresentaram significância estatística não serão comentados pelo autor.

Dos setores analisados, em comparação com o setor de bens materiais deixado de fora para evitar a colinearidade perfeita do modelo, a variável do setor de consumo cíclico apresenta coeficiente positivo (0,9316) sendo estatisticamente significativa ao nível de 5% indicando que as empresas deste setor têm maior propensão a falência.

A variável grupo econômico apresenta coeficiente negativo (-0,9096) e estatisticamente significativa ao nível de 5%, o que nos indica que há uma menor probabilidade de falência pelo fato do grupo econômico consolidar suas dívidas e conseqüentemente reduzir a pulverização do número de credores. Este resultado apresentado vai em linha com a solução para o problema de *holdout* apresentado por Hotchkiss et al., (2008) e Senbet e Wang, (2010).

A variável quantidade de aditamento também apresenta coeficiente negativo (-1,2520) e é estatisticamente significativa ao nível de 1%, significando que os planos de recuperação judicial aditados representam menor probabilidade de falência das empresas em função da assembleia revalidar novas condições de reestruturação da dívida. Apesar desta nova renegociação esteja em linha com a manutenção da atividade econômica, preservação de empregos e direitos dos credores, critério este utilizado e fundamentado pelos juízes com base no artigo 3 da LRJF, corroborando com o conflito entre credores, aqueles que preferem a continuidade de uma operação ineficiente ao invés de liquidá-la, pois tem a expectativa de um dia receber o valor Hotchkiss et al. (2008) e Senbet e Wang (2012).

Para a regressão 2, a base foi reduzida para se analisar apenas os processos considerados aleatórios pelo sistema judicial, conforme é evidenciado pela redução do número de observações. As variáveis log de dívida, número de credores, grupo econômico e número de aditamento apresentam resultados muito semelhantes da regressão 1, com exceção do setor de consumo cíclico que deixou de ser estatisticamente significativo ao nível de 5%. Apesar da variável vara especializada não apresentar significância estatística, o seu coeficiente é positivo (21,8368) indicando que há uma maior probabilidade de falência para os processos que estão com juízes de varas especializadas por cuidarem exclusivamente de processos recuperacionais, o que acabam sendo mais ágeis na comparação dos juízes de varas comuns, por não serem exclusivos a um determinado tema. A criação das varas especializadas e conseqüentemente seu resultado vai em linha com os desafios citados por Ponticelli e Alencar (2016) sobre a eficiência dos tribunais brasileiros e uma tramitação mais célere por Baldinoti e Zerbini (2018).

Diferentemente da regressão 1, foram incluídas variáveis de interesse para se analisar o efeito fixo de cada juiz nos processos de recuperação judicial, comparando-o com um juiz deixado de fora da análise para não ocorrer colinearidade perfeita entre eles. As variáveis denominadas juízes 3, 4, 5, 6, e 8 apresentam coeficientes negativos e diferentes entre eles

indicando que além das diferenças de critérios adotadas por eles, resultam em menores probabilidade de falência. Este resultado, apesar de não ser estatisticamente significativo, vai em linha com a definição do artigo 3º sobre a preservação da atividade econômica, preservação de empregos e direitos dos credores (Lei n. 11.101, 2005).

Para as regressões que envolverem dados de contagem na variável dependente, como nas regressões 3 a 8 foram adotados, por precaução, os testes alternativos pela regressão Binomial Negativa 2 além das regressões de Poisson, evitando assim problemas de *overdispersion*. Como os resultados pelos dois estimadores são praticamente idênticos e estatisticamente significantes, serão discutidos apenas os resultados pelo modelo de Poisson.

A regressão 3 avalia o tempo total, medido em dias, em que a empresa permaneceu em recuperação judicial ou teve sua falência decretada pelo juiz. A variável número de credores apresenta coeficiente positivo, quase zero, porém estatisticamente significativo ao nível de 10% no modelo estimado indicando que quanto maior a pulverização do número de credores maior será o tempo em que a empresa ficará em recuperação judicial, convergentes com os determinantes de atraso na votação do plano analisados por Silva e Saito (2018).

Enquanto a variável de setor de bens industriais apresenta coeficiente negativo (-0,3265) estatisticamente significativo ao nível de 1% no modelo estimado indicando que as empresas deste setor levam menos tempo no processo de recuperação judicial, a variável quantidade de aditamento apresenta coeficiente positivo (0,2896) e é estatisticamente significativo ao nível de 1%, o que significa que a cada aditamento do plano maior será o tempo para concluir a recuperação judicial.

Bernstein et al. (2019), analisa a conversão de processos de reestruturação em falências, sendo esta a primeira atuação dos juízes, porém não analisam a atuação dos juízes nas demais fases do processo. Portanto, os resultados a partir da regressão 4 pretende contribuir com a literatura da área dado que não há, até onde se sabe, conhecimento da análise da atuação dos juízes em todas as fases.

A tabela 17 demonstra os resultados da fase postulatória, ou seja, a ato de pedir a recuperação judicial até a aceitação do juiz. As variáveis log de dívida (-0,1041) e número de credores, praticamente zero, apresentam coeficientes negativos e são estatisticamente significantes ao nível de 1% e 5%, respectivamente, indicando que quanto maior a dívida e número de credores a concessão da recuperação judicial é mais rápida.

As variáveis vara especializadas, pericia previa e processo completo apresentam coeficientes positivos de 1,7198, 0,9050 e 0,9767, respectivamente, são todas estatisticamente significantes ao nível de 1%, indicando que processos em varas especializadas com juízes

específicos em recuperação judicial levam mais tempo para concessão, quando o juiz solicita a realização de perícia prévia ou para completar o processo inicial com documentos ou informações a concessão do pedido só é realizada após a conclusão destes itens, resultando em maiores prazos processuais.

Agora analisando o efeito fixo de cada juiz, por meio da variável de interesse, é possível indicar que dos 40 juízes analisados, a maioria dos juízes apresentaram coeficientes positivos e estatisticamente significantes ao nível de 1% (16 juízes), ao nível de 5% (5 juízes), ao nível de 10% (6 juízes) e 13 juízes não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes no modelo estimado. Olhando para o efeito fixo de cada juiz, é possível indicar que a maioria dos juízes, entre os que apresentaram resultados estatisticamente significantes e com coeficiente positivo, são mais rigorosos quanto a concessão da recuperação judicial, em linha com a afirmação de Bernstein et al. (2019) e Chang e Schoar (2013) de que a interpretação da lei pelos juízes de falências varia significativamente.

Tabela 17
Resultados das regressões da fase postulatória

Regressões	4. Poisson		4. BN2 (alternativa)	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Constante	3,21827	<0,0001***	3,71569	<0,0001***
Log da dívida	-0,104184	0,0007***	-0,146650	<0,0001***
Número de credores	-9,54E-05	0,0185**	-6,4885e-05	0,0011***
Setor bens industriais	0,183197	0,2881	0,181585	0,3263
Setor consumo cíclico	-0,0699149	0,5737	-0,170664	0,1655
Setor consumo não cíclico	-0,143442	0,4131	-0,156312	0,3396
Grupo econômico	-0,118152	0,4305	-0,0297960	0,7949
Vara especializada	1,7198	<0,0001***	1,83021	<0,0001***
Perícia prévia	0,905076	<0,0001***	0,788212	<0,0001***
Processo completo	0,976728	<0,0001***	1,1632	<0,0001***
Juiz 1	-0,297705	0,4349	-0,354340	0,3225
Juiz 2	-0,194029	0,6108	-0,229212	0,5189
Juiz 3	-0,369216	0,3562	-0,516635	0,1588
Juiz 4	-0,845571	0,0764*	-0,734532	0,1137
Juiz 5	-0,215211	0,5844	-0,346962	0,3532
Juiz 6	-0,701973	0,0702*	-0,774679	0,0354**
Juiz 7	-0,520523	0,2535	-0,615911	0,1359
Juiz 9	0,828169	0,0973*	1,18133	0,0277**
Juiz 10	1,08055	0,0137**	1,26567	0,0007***
Juiz 11	1,45499	<0,0001***	1,44	<0,0001***

Continua

Regressões	Conclusão			
	4. Poisson		4. BN2 (alternativa)	
Variáveis explicativas	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Juiz 12	1,91817	0,0049***	1,90687	0,002***
Juiz 13	0,386194	0,2455	0,323519	0,2493
Juiz 14	2,56482	<0,0001***	2,54118	<0,0001***
Juiz 15	0,995905	0,0079***	0,989869	0,0039***
Juiz 16	0,915482	0,0561*	0,731118	0,1951
Juiz 17	0,52083	0,1414	0,754465	0,0186**
Juiz 18	1,85728	0,0037***	1,88352	0,0016***
Juiz 19	2,36969	<0,0001***	2,30716	<0,0001***
Juiz 20	0,0118732	0,9816	0,0382008	0,939
Juiz 21	2,59857	<0,0001***	2,54382	<0,0001***
Juiz 22	-1,54772	0,0471**	-1,36345	0,067*
Juiz 23	1,25586	0,0808*	1,48922	0,0258**
Juiz 24	0,0851897	0,8347	-0,0281477	0,9405
Juiz 25	1,46828	0,0022***	1,50512	0,0008***
Juiz 26	1,46597	0,0084***	2,69415	<0,0001***
Juiz 27	1,4964	0,0931*	1,943	0,0165**
Juiz 28	1,07548	0,0113**	0,786577	0,1492
Juiz 29	-0,233587	0,5624	0,0193483	0,9642
Juiz 30	2,11652	0,0002***	2,33379	<0,0001***
Juiz 31	-0,360961	0,6835	1,11463	0,2113
Juiz 32	1,83765	<0,0001***	1,83414	<0,0001***
Juiz 34	1,33502	0,0211**	1,3564	0,0087***
Juiz 35	1,52643	<0,0001***	1,62512	<0,0001***
Juiz 36	1,23483	0,0033***	1,58362	0,0009***
Juiz 37	2,40026	<0,0001***	2,70623	<0,0001***
Juiz 38	2,32634	0,0002***	2,40062	<0,0001***
Juiz 39	2,60176	<0,0001***	2,65187	<0,0001***
Juiz 40	1,03892	0,0103**	0,878789	0,0193**
alpha	-	-	0,461298	<0,0001***
R-quadrado de McFadden		0,425775		-
R-quadrado ajustado		0,420342		-
Log da verossimilhança		-5073,137		-1582,356
Observações		344		344

Nota. (1) Os valores destacados em **negrito** serão explorados pelo autor. (2) Os níveis de significância estatístico são representados pelos asteriscos (*), sendo ***10%, **5% e ***1%**. (3) BN2 significa binomial negativa 2. (4) Os coeficientes que não apresentaram significância estatística não serão comentados pelo autor.

Uma vez aprovado o pedido de recuperação judicial, inicia-se a fase deliberativa que compreende duas etapas, aprovação ou rejeição do plano em assembleia geral de credores, regressão 5, e homologação do juiz sobre o resultado da AGC, regressão 6.

Os resultados da regressão 5, conforme tabela 18, demonstram que a variável número de credores apresenta coeficiente negativo, porém quase zero, mas estatisticamente significantes ao nível de 5%. Já a variável vara especializada apresenta coeficiente negativo (-0,5400) e é estatisticamente significativa ao nível de 1% o que nos indica que juízes de varas especializadas são mais ágeis no cumprimento do rito de convocação de AGC para deliberação do plano.

Agora analisando o efeito fixo de cada juiz desta etapa, por meio da variável de interesse, é possível verificar que dos 37 juízes analisados, a maioria dos juízes apresentaram coeficientes negativos e apenas 16 são estatisticamente significantes ao nível de 1% (9 juízes), ao nível de 5% (4 juízes), ao nível de 10% (3 juízes) e 21 juízes não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes no modelo estimado. Olhando para o efeito fixo de cada juiz, é possível indicar que estes 16 juízes conduziram o processo para que houvesse deliberação do plano em AGC o mais breve possível em relação aos demais.

A regressão 6, conforme tabela 18, demonstra que a variável grupo econômico apresenta coeficiente negativo (-0,3734) e estatisticamente significantes ao nível de 5% no modelo estimado indicando que quando se trata de grupo econômico a homologação do plano aprovado em AGC ocorre de forma mais célere. A variável número de credores apresentou resultados semelhantes aos já comentado na regressão 5.

Com relação aos juízes que homologaram o plano deliberado em AGC ou decretaram a falência em decorrência da não aprovação do plano em AGC, o efeito fixo de cada juiz desta etapa, por meio da variável de interesse, mostra que apenas 9 juízes apresentaram resultados estatisticamente significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%. Dos 9 juízes, 8 apresentaram coeficientes negativos o que nos indicam que os prazos de homologação do plano de recuperação judicial destes juízes foram mais ágeis que os demais, confirmando os achados de Bernstein et al. (2019) e Chang e Schoar (2013).

Tabela 18

Resultados das regressões da fase deliberativa

Regressões	5. Poisson		5. BN2 (alternativa)		6. Poisson		6. BN2 (alternativa)	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Constante	6,56241	<0,0001***	6,61874	<0,0001***	5,79264	<0,0001***	5,43074	<0,0001***
Log da dívida	0,00514308	0,7167	0,000879121	0,9517	-0,0266151	0,5865	-0,0279216	0,489
Número de credores	-3,9528e-05	0,0318**	-3,0356e-05	0,0187**	-0,00010739	0,0462**	-0,00010981	0,0002***
Setor bens industriais	0,104875	0,2849	0,113648	0,2874	-0,0993018	0,6285	-0,131012	0,4989
Setor consumo cíclico	-0,0571489	0,5207	-0,0547931	0,5716	0,0428193	0,8127	0,00965637	0,952
Setor consumo não cíclico	-0,0554351	0,5943	-0,0312094	0,7756	0,07751	0,7348	0,197958	0,3643
Grupo econômico	-0,0338552	0,5218	-0,0433088	0,413	-0,373461	0,017**	-0,378539	0,0174**
Vara especializada	-0,540006	<0,0001***	-0,525491	<0,0001***	-0,487695	0,5489	-0,350200	0,6965
<i>Stay period</i> adicional	0,0435478	0,4606	0,0472403	0,4506	-	-	-	-
Juiz 1	-0,300862	0,1478	-0,313142	0,1296	-0,806571	0,2217	-0,662047	0,3511
Juiz 2	-0,227696	0,0071***	-0,236110	0,006***	-0,267094	0,6635	0,0265483	0,9671
Juiz 3	-0,0165247	0,8685	-0,0281135	0,7749	-0,144292	0,8145	0,0937696	0,8854
Juiz 7	-0,225459	0,0326**	-0,234070	0,0276**	-0,353503	0,5746	-0,0972182	0,8826
Juiz 9	0,090576	0,662	0,0969647	0,6422	-2,35747	0,0004***	-1,85442	0,0128**
Juiz 10	-0,340702	0,0842*	-0,356910	0,0674*	-0,942812	0,1863	-0,678226	0,3551
Juiz 11	-0,903109	0,0338**	-0,870300	0,0457**	0,585293	0,4446	0,989276	0,2386
Juiz 13	0,21949	0,0032***	0,204252	0,0086***	-0,541489	0,3381	-0,265620	0,6737
Juiz 14	0,539491	<0,0001***	0,536947	<0,0001***	-0,397319	0,4924	0,0175863	0,978
Juiz 15	-0,584996	0,0036***	-0,555343	0,006***	0,612571	0,5037	1,1729	0,2114
Juiz 16	-0,193594	0,2119	-0,193184	0,189	-0,434707	0,448	-0,101464	0,8727
Juiz 17	-0,653092	0,1447	-0,653693	0,1457	0,853857	0,2916	1,28096	0,1408
Juiz 18	0,215181	0,0335**	0,212253	0,0548*	-0,390997	0,6751	0,298925	0,7345

Continua

Regressões	5. Poisson		5. BN2 (alternativa)		6. Poisson		6. BN2 (alternativa)	
	Variáveis explicativas	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente
Juiz 19	0,100368	0,7108	0,124976	0,6512	0,672393	0,2509	1,01519	0,1287
Juiz 20	-0,176230	0,2335	-0,162924	0,3024	-1,18213	0,0428**	-0,791895	0,2278
Juiz 22	0,180983	0,1263	0,187014	0,1178	-0,364381	0,6255	0,0281474	0,9722
Juiz 23	0,217636	0,1947	0,250766	0,1724	0,00912176	0,9867	0,400194	0,5413
Juiz 24	-0,153350	0,0081***	-0,147979	0,0226**	0,494135	0,5046	0,943248	0,2642
Juiz 25	0,251555	0,1021	0,257857	0,1092	-1,42432	0,0567*	-0,902504	0,2603
Juiz 26	-0,139201	0,1946	-0,141766	0,2202	-2,23669	0,0002***	-1,97098	0,0016***
Juiz 27	-0,516758	0,0558*	-0,538229	0,0587*	-0,500414	0,4401	-0,161198	0,8196
Juiz 28	-0,487531	<0,0001***	-0,473710	<0,0001***	-0,640332	0,3746	-0,303628	0,7152
Juiz 29	-0,838619	<0,0001***	-0,835356	<0,0001***	0,489053	0,3742	0,906303	0,1667
Juiz 30	0,400499	<0,0001***	0,40732	<0,0001***	1,16179	0,032**	1,58196	0,0186**
Juiz 31	-0,714297	<0,0001***	-0,694956	<0,0001***	-1,42884	0,0454**	-1,13025	0,1802
Juiz 32	0,131293	0,6317	0,133641	0,6225	-0,460968	0,5513	-0,0249923	0,9757
Juiz 34	-0,162718	0,0506*	-0,166391	0,0544*	-0,772725	0,166	-0,360142	0,5799
Juiz 35	-0,0534892	0,5968	-0,0454061	0,6698	-2,70163	<0,0001***	-2,30812	0,0008***
Juiz 36	-0,0553679	0,7987	-0,0414145	0,8522	-1,08222	0,1649	-0,630826	0,4199
Juiz 40	-0,887201	0,0104**	-0,886993	0,0122**	-1,70265	0,0045***	-1,24144	0,0616*
Juiz 41	0,161476	0,7777	0,14589	0,8063	-1,37623	0,0206**	-1,00786	0,1295
alpha	-	-	0,153522	<0,0001***	-	-	0,757076	<0,0001***
R-quadrado de McFadden		0,380937		-		0,300862		-
R-quadrado ajustado		0,378624		-		0,298276		-
Log da verossimilhança		-12311,95		-2139,949		-12168,90		-1778,989
Observações		330		330		330		330

Nota. (1) Os valores destacados em **negrito** serão explorados pelo autor. (2) Os níveis de significância estatístico são representados pelos asteriscos (*), sendo ***10%**, ****5%** e *****1%**. (3) BN2 significa binomial negativa 2. (4) Os coeficientes que não apresentaram significância estatística não serão comentados pelo autor.

Após a homologação do plano, inicia-se a fase executiva a qual o juiz acompanhará o cumprimento do plano aprovado em AGC, conforme regressão 7 e por último, será analisado somente os processos que foram declarados pelo juiz como encerrados, conforme regressão 8.

Tabela 19

Resultados da regressão da fase executiva

Regressões	7. Poisson		7. BN2 (alternativa)	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Constante	6,84001	<0,0001***	6,68543	<0,0001***
Log da dívida	-0,0380228	0,4428	-0,0358025	0,4597
Número de credores	-4,8268e-05	0,5434	-3,75057e-5	0,6446
Setor bens industriais	-0,545600	0,0791*	-0,435260	0,1133
Setor consumo cíclico	-0,288580	0,2014	-0,170788	0,4764
Setor consumo não cíclico	-0,0284728	0,9089	0,0289177	0,9061
Grupo econômico	-0,107107	0,4838	-0,121625	0,4319
Vara especializada	0,920161	0,0012***	1,08897	0,0004***
Quantidade de aditamento	0,403063	0,0419**	0,426922	0,0437**
Juiz 1	-0,0864886	0,7925	-0,267064	0,5071
Juiz 2	0,110464	0,7806	-0,0677973	0,856
Juiz 3	-0,0431985	0,8837	-0,181833	0,5606
Juiz 4	0,492112	0,1342	0,30478	0,3718
Juiz 5	-0,0969687	0,7048	-0,207719	0,4713
Juiz 6	0,0404998	0,8889	-0,116893	0,6995
Juiz 7	-0,758217	0,0232**	-0,971762	0,0058***
Juiz 9	0,0558864	0,8469	0,150649	0,5619
Juiz 10	0,728604	<0,0001***	0,734431	<0,0001***
Juiz 16	0,405467	0,0722*	0,513872	0,0406**
Juiz 35	0,658224	<0,0001***	0,659323	<0,0001***
Alpha	-	-	0,245255	<0,0001***
R-quadrado de McFadden		0,347405		-
R-quadrado ajustado		0,345847		-
Log da verossimilhança		-8378,781		-506,7580
Observações		68		68

Nota. (1) Os valores destacados em **negrito** serão explorados pelo autor. (2) Os níveis de significância estatístico são representados pelos asteriscos (*), sendo *10%, **5% e ***1%. (3) BN2 significa binomial negativa 2. (4) Os coeficientes que não apresentaram significância estatística não serão comentados pelo autor.

A regressão 7, conforme tabela 19, demonstra que as variáveis varas especializadas e quantidade de aditamentos apresentam coeficientes positivos de 0,9201 e 0,4030, respectivamente, e são estatisticamente significantes aos níveis de 1%, 5%, respectivamente. Estes resultados indicam que os juízes de varas especializadas tendem a prolongar o processo de recuperação judicial por meio de aditamentos em prol do cumprimento da função social da empresa, geração de empregos e direito dos credores.

Olhando para o efeito fixo do juiz, 4 dos 11 juízes apresentaram resultados estatisticamente significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, sendo que 3 juízes tiveram coeficientes positivos, o que corrobora com as razões de prolongar o processo conforme já explicado anteriormente.

Agora, analisando somente os processos que foram declarados encerrados pelo juiz, conforme regressão 8 da tabela 20, apenas a variável de setor de bens industriais apresentou coeficiente negativo de -0,3806 e estatisticamente significativa ao nível de 1%, indicando que empresas deste setor tiveram seu processo de recuperação judicial encerrado num prazo menor que as demais.

Tabela 20

Resultados da regressão da fase executiva

Regressões	8. Poisson		8. BN2 (alternativa)	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Constante	7,97934	<0,0001***	7,93319	<0,0001***
Log da dívida	-0,0136916	0,561	-0,0115365	0,6453
Número de credores	-2,3534e-05	0,3181	-3,0198e-05	0,2422
Setor bens industriais	-0,380648	0,001***	-0,386804	0,0011***
Setor consumo cíclico	-0,140069	0,1681	-0,126368	0,2101
Setor consumo não cíclico	-0,0655756	0,5484	-0,0512078	0,6308
Grupo econômico	-0,0886650	0,2832	-0,0767282	0,3506
Vara especializada	0,0351352	0,7631	0,0437251	0,7057
Quantidade de aditamento	0,124603	0,1229	0,127333	0,1131
Juiz 3	-0,0253871	0,787	-0,0287705	0,7568
Juiz 4	-0,167226	0,0389**	-0,170565	0,0402**
Juiz 5	-0,300473	<0,0001***	-0,303016	<0,0001***
Juiz 6	-0,256743	0,0005***	-0,274729	0,0005***
Juiz 11	0,0236266	0,8557	0,0485104	0,7246
Juiz 22	-0,728059	<0,0001***	-0,714299	<0,0001***
Juiz 28	-0,148514	0,293	-0,161226	0,2141
alpha	-	-	0,0629112	<0,0001***
R-quadrado de McFadden		0,292519		-
R-quadrado ajustado		0,289691		-
Log da verossimilhança		-4002,492		-494,5395
Observações		66		66

Nota. (1) Os valores destacados em **negrito** serão explorados pelo autor. (2) Os níveis de significância estatístico são representados pelos asteriscos (*), sendo ***10%, **5% e ***1%**. (3) BN2 significa binomial negativa 2. (4) Os coeficientes que não apresentaram significância estatística não serão comentados pelo autor.

Com relação aos juízes que encerraram os planos, todos os juízes que apresentaram coeficiente negativo e estatisticamente significativo aos níveis de 1% e 5% indicam também que

os processos que eram responsáveis como magistrado foram encerrados em prazo inferior aos demais processos.

6 Conclusão

Quando as empresas enfrentam uma crise financeira e necessitam reestruturar financeiramente suas operações o meio frequentemente utilizado, em nível mundial, é o mecanismo da recuperação judicial e falência.

Assim sendo, este artigo analisou descritivamente 344 processos de recuperação judicial de 34 unidades judiciárias do Estado de São Paulo, compreendendo o período de 2005 a 2017. Com base nos planos judiciais já concluídos, quer seja pelo encerramento do processo ou pela decretação de falência, foi analisado primeiramente a probabilidade de falência da empresa utilizando variáveis de controle para capturar a complexidade de cada processo, dado que nenhum é igual ao outro. Nesta mesma linha, mas analisando somente os processos distribuídos de forma aleatória, foi explorado a heterogeneidade dos juízes utilizando uma variável de interesse para controlar o efeito fixo de cada juiz na tentativa de se buscar a relação entre juízes e os resultados dos processos em recuperação judicial. E por fim, foram analisados os resultados em cada etapa do processo judicial utilizando as mesmas variáveis de controle e interesse para avaliar seu impacto no tempo, medido em dia, de cada fase processual, com a pretensão de contribuir com a literatura da área dado que não há, até onde se sabe, conhecimento da análise da atuação dos juízes em todas as fases.

Analisando a parte descritiva dos processos, é possível concluir que juízes de varas especializadas são mais ágeis para conceder e homologar o plano de recuperação judicial além de serem mais rigorosos em termos de concessões. Por outro lado, juízes de varas comuns são mais ágeis para decretar falências e encerrar os processos por cumprimento do plano dentro do prazo legal. Na média geral, as empresas levaram cerca de 4,9 anos para concluir a recuperação judicial e 3,9 anos para terem sua falência decretada.

Os resultados mostram que o montante da dívida tem relação positiva e significativa com a probabilidade de falência, indicando um alinhamento com a literatura. Já o número de credores, processos de grupos econômicos e quantidade de aditamentos aos planos apresentaram relação negativa e significativa, indicando que grupos econômicos concentram maior montante de dívida em função da consolidação o que reduz a pulverização de credores, enquanto os aditamentos criam melhores condições às empresas em detrimento aos credores reduzindo a probabilidade de falência.

Analisando o efeito fixo de cada juiz no resultado dos processos aleatórios de recuperação judicial é possível indicar que há diferenças de critérios adotados entre eles pois todas as variáveis apresentam relação negativa com a probabilidade de falência em linha com a preservação da atividade econômica, preservação de empregos e direitos dos credores, descrito no artigo 3 da Lei n. 11.101, 2005. Já as variáveis dívida total, número de credores, grupo econômico e quantidade de aditamento mantiveram a mesma relação e significância em relação ao primeiro teste.

Agora analisando o tempo em que a empresa permaneceu em recuperação judicial, a variável número de credores apresentou relação positiva e significativa assim como a quantidade de aditamento dos planos, em função das negociações com credores tenderem a levar mais tempo em função de seus diversos interesses e os aditamentos de planos serem novas renegociações com os credores passando inclusive por nova assembleia. Em contrapartida, empresas do setor de bens industriais tendem a levar menos tempo em função da sua relação negativa e significativa.

Por fim, pude identificar no tempo de duração do processo de recuperação judicial em cada fase processual (postulatória, deliberativa e executiva) que também há diferenças de critérios entre os juízes, refletindo assim em mais ou menos tempo no curso do processo, indicando um alinhamento com a literatura sobre divergência de interpretação dos juízes e eficiência nos tribunais judiciais.

O artigo apresenta limitações pelo fato da amostra contemplar apenas processos do Estado de São Paulo, apesar deste ser o principal estado da atividade econômica brasileira e ser a comarca que concentra os maiores processos de recuperação judicial do país. Estudos futuros poderão ser realizados contemplando processos de outros Estados, de forma individual ou a nível Brasil.

Referências

- Andrade, G. & Kaplan, S. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed, *Journal of Finance*, 53(5), 1443-1493.
- Araújo P. A, Ferreira, R. V. X., & Funchal, B. (2012). The Brazilian bankruptcy law experience. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 994-1004.
- Baldinoti, B., & Zerbini, M. S. (2018). A instituição de varas especializadas em recuperação judicial e (auto)falência sob a ótica da terceira onda renovatória. *Revista Estudo & Debate*, 25(3). doi:<http://dx.doi.org/10.22410/issn.1983-036X.v25i3a2018.1590>

- Bernstein, S., Colonnelli, E., & Iverson, B. (2019). Asset allocation in bankruptcy. *Journal of Finance*, American Finance Association, 74(1), 5-53.
- Bernstein, S., Colonnelli, E., Giroud, X., & Iverson, B. (2019). Bankruptcy spillovers. *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 133(3), 608-633.
- Boughanmi, A., & Nigam, N. (2017). A survey of corporate bankruptcy reforms: Lessons to be learnt for worldwide good practices. *European Journal of Interdisciplinary Studies*, 3(3), 7-21. Recuperado de <http://journals.euser.org/index.php/ejis/article/view/2024>. doi: <http://dx.doi.org/10.26417/ejis.v3i3.p7-21>
- Chang, T., & Schoar, A. (2013). Judge specific differences in Chapter 11 and firm outcomes, *Working paper, University of Southern California and MIT*, 1-49. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.890699>
- Chaves, C. N. (2017). Possibilidade de alteração de do plano de recuperação judicial: Requisitos e efeitos. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais*, (70), 505-528.
- Claessens, S. & L. Klapper (2005). Bankruptcy around the world: explanations of its relative use. *American Law and Economics Review*, 7, 253-283. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10.1093/aler/ahi004>
- Coelho, F. U. (2016). *Manual de direito comercial: Direito de empresa*. [1. ed. em e-book baseado na 28ª edição]. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais.
- Comissão Nacional de Justiça. (2020). Justiça em números 2020. Brasília. Recuperado de <https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2020/08/WEB-V3-Justi%C3%A7a-em-N%C3%BAmeros-2020-atualizado-em-25-08-2020.pdf>
- Costa, D. C. (2018). As varas especializadas de competência regional no projeto de nova lei de recuperação judicial e falências (PL 10220/2018). Migalhas. Recuperado de <https://www.migalhas.com.br/coluna/insolvencia-em-foco/282930/as-varas-especializadas-de-competencia-regional-no-projeto-de-nova-lei-de-recuperacao-judicial-e-falencias-pl-10220-2018>
- Giammarino, R. M. (1989). The resolution of financial distress. *Review of Financial Studies*, 2(1), 25-47.
- 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. 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.

- Guimarães, Y. S., & Pinto, C. F. (2016). Recuperação judicial das empresas (Lei n.º 11.101/05). Artigos jurídicos. Recuperado de <https://jus.com.br/artigos/46135/recuperacao-judicial-das-empresas-lei-n-11-101-05>
- Hotchkiss, E. S. (1995). Postbankruptcy performance and management turnover. *Journal of Finance*, 50(1), 3–21.
- Hotchkiss, E. S., John, K., Mooradian, R., & Thorburn, K. S. (2008). Bankruptcy and the resolution of financial distress. *In Working paper*. Recuperado de <http://mba.tuck.dartmouth.edu/Pages/Faculty/Karin.Thorburn/publications/Ch14-N53090.pdf>
- 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
- 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
- Opler, T., Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *Journal of Finance*, 49, 1015–1040.
- 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.
- Revista Consultor Jurídico. (2017). *São Paulo terá novas varas de Direito Empresarial e de recuperações e falências*. Recuperado de <https://www.conjur.com.br/2017-nov-01/sao-paulo-novas-varas-direito-empresarial-falencias>
- Senbet, L.W., & Wang, T.Y. (2010). Corporate financial distress and bankruptcy: A survey. *Foundations and Trends in Finance*, 5(4), 243–335.
- 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.
- The United States Trustee Program (2020). Informações sobre falências. Recuperado de https://www.justice.gov/sites/default/files/ust/legacy/2011/10/06/bky-info_portuguese.pdf
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *The Journal of Finance*, 32(2), 337-347.
- Zucchi, M. C. (2009). O papel do judiciário na recuperação judicial. *NOMOS: Revista do Programa de Pós-Graduação em Direito*, 29(2), 91-101.