

# Dificuldade financeira e recuperação de empresas: uma pesquisa de contribuições teóricas e empíricas

**Vinicius Augusto Brunassi Silva<sup>1</sup>**

*<sup>1</sup>Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), São Paulo, Brasil*

**Richard Saito<sup>2</sup>**

*<sup>2</sup>Fundação Getúlio Vargas (FGV), EAESP, Departamento de Contabilidade, Finanças e Controle (CFC), São Paulo, Brasil*

**Recebimento:**

08/02/2019

**Aprovação:**

03/03/2020

**Editor responsável:**

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

**Avaliado pelo sistema:**

*Double Blind Review*

## Resumo

**Objetivo** – Este artigo apresenta uma análise teórica e empírica da literatura sobre falência e recuperação. Destacamos os principais artigos desenvolvidos na área e apresentamos um grupo de pesquisas realizadas após a aprovação da nova lei de falências no Brasil.

**Metodologia** – Este artigo fornece uma pesquisa da literatura sobre falência e recuperação de empresas. Investigamos trabalhos clássicos e recentes na área e apresentamos os resultados de alguns estudos brasileiros, considerando o anúncio da lei de falências brasileira em 2005.

**Resultados** – Demonstramos que a assimetria das informações, os problemas de coordenação e a heterogeneidade entre os credores são fundamentais para a resolução de dificuldades financeiras. Além disso, a escolha da reestruturação é feita de acordo com a alternativa de menor custo. Discutimos as implicações práticas das anotações na literatura analisando três casos de recuperação no Brasil e revelamos que a complexidade de cada caso pode influenciar a decisão de aprovar ou rejeitar o plano de recuperação.

**Contribuições** – Investigamos a evolução da literatura sobre falências e recuperação e fornecemos uma pesquisa que explora a literatura internacional e brasileira.

**Palavras-chave** – Falência, recuperação, dificuldade de empresas.



**Revista Brasileira de Gestão de Negócios**

DOI:10.7819/rbgn.v22i0.4057

## I Introdução

Este artigo apresenta uma análise teórica e empírica de estudos sobre falência e recuperação. Elaboramos uma análise geral dos estudos sobre recuperação e falência, lançando luz sobre as diferentes questões relacionadas ao tópico. Seguimos Senbet e Wang (2010) para mostrar os principais problemas relacionados à falência e à recuperação. Além disso, incluímos artigos recentes e mostramos mais resultados que exploram estudos brasileiros. Este tipo de pesquisa fornece uma ampla análise da literatura relacionada a um tópico específico. Senbet e Wang (2010), por exemplo, realizam uma extensa análise sobre problemas relacionados a dificuldades financeiras e falências de empresas e Almeida, Campello, Cunha e Weisbach (2014) promovem uma análise substancial sobre a gestão de liquidez de empresas.

Além dos resultados teóricos e empíricos apresentados em Senbet e Wang (2010), nosso artigo contribui para a literatura ao considerar trabalhos recentes na área e ao abordar pesquisas conduzidas no Brasil logo após o anúncio da nova lei de falências brasileira. Também vinculamos as constatações mencionadas ao longo do artigo com 3 casos práticos reais de recuperação no Brasil. Nosso objetivo é apresentar uma ilustração simples de algumas características relativas à decisão de submeter empresas à recuperação.

Em 2005, a Lei 11.101 entrou em vigor no Brasil a fim de proporcionar melhores condições para os credores recuperarem ou liquidarem empresas que enfrentam dificuldades financeiras. A nova Lei de Falências do Brasil é baseada no Capítulo 11 do Código de Falências dos EUA. A recuperação parece fornecer uma boa alternativa para empresas em má situação, possibilitando preservar os valores organizacionais e permitindo que empresas com dificuldades financeiras aproveitem oportunidades de crescimento após um fracasso. Na nova lei de falências brasileira, as empresas podem reestruturar a dívida sob a supervisão da vara de falências ou tentar reestruturar a dívida extrajudicialmente (Recuperação extrajudicial).

Fornecemos uma análise dos estudos empíricos com foco na resolução de problemas financeiros. Primeiramente, discutimos sobre artigos que estimaram o custo direto da falência formal nos EUA. Em seguida, relacionamos os estudos que explicam as características das empresas que escolheram um acordo de recuperação extrajudicial. Também fornecemos uma breve análise da governança de empresas em dificuldade e de seus resultados após o pedido de falência nos termos do Capítulo 11. Além disso, destacamos os estudos realizados no Brasil após a nova lei de falências brasileira.

Por fim, examinamos as características da recuperação de três casos reais brasileiros. Fornecemos uma breve descrição de cada empresa, algumas informações sobre o plano de recuperação e a decisão constante na Ata da Assembleia. Os dados foram extraídos dos documentos de cada empresa que passou por recuperação. Analisamos o plano de recuperação, a ata da Assembleia de Credores e a lista de credores fornecida pelo administrador judicial responsável por cada caso.

Nossa pesquisa indica que os atritos do mercado são críticos para a escolha da recuperação. A assimetria de informações desempenha um papel importante nas demandas dos credores e pode intensificar os problemas de coordenação. O número de detentores do direito de crédito e a concentração da dívida também são relevantes para os resultados da dificuldade financeira empresarial. Com um exemplo modesto, demonstramos como esses problemas se relacionam a casos práticos de recuperação.

Os artigos empíricos do Brasil concentram-se na reestruturação da dívida, concessão de crédito, resolução de conflitos, dificuldades econômicas e governança corporativa. Os pesquisadores ainda não indicam, entretanto, os principais fatores de sucesso ou fracasso na recuperação de empresas. Este pode ser um direcionamento importante para pesquisas futuras.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: o segundo capítulo apresenta uma análise teórica sobre recuperação e falência e destaca importantes estudos empíricos desenvolvidos na área. Além disso, apresenta estudos que incorporam dados brasileiros coletados após a

promulgação da nova lei de falências. O terceiro capítulo fornece uma análise de caso de três empresas brasileiras. O quarto capítulo oferece uma discussão e considerações finais.

## **2 Razões teóricas para escolhas de recuperação e falência: o papel da informação assimétrica, da coordenação e do custo da reestruturação**

A separação entre decisões financeiras e de investimento para empresas em mercados de capitais perfeitos e sem atrito torna o risco de falência irrelevante para o valor da empresa. Segundo Modigliani e Miller (1958, 1963), a falência refere-se à transferência da titularidade dos detentores de ações para outros detentores do direito de crédito assim que o valor dos ativos cair para um valor menor que o da dívida. Portanto, o valor de uma entidade comercial não pode ser afetado pelos custos de falência de empresas que enfrentam problemas para honrar promessas aos credores.

Pesquisas adicionais, no entanto, demonstram que os custos de falência podem ser cruciais para as decisões sobre dívida das empresas. A assimetria de informação, os problemas de coordenação e a heterogeneidade entre credores e instituições de falência desempenham um papel importante na resolução de problemas financeiros. Kim (1978), Kraus e Litzenberger (1973), Leland (1994) e Scott (1976) demonstram a ligação entre a falência e a existência de uma estrutura de capital ideal. A teoria do trade-off pressupõe custos consideráveis relacionados a dificuldades financeiras e falências. Embora os custos diretos incluam custas judiciais e honorários de advogados e de contadores tributários, os custos indiretos incluem investimentos ineficientes e interrupção nos contratos das partes interessadas.

A escolha da estrutura da dívida influencia o que acontece na falência, de acordo com Aghion, Hart e Moore (1992) e Haugen e Senbet (1978). De uma perspectiva *ex ante*, vários estudos analisam a importância da falência em relação aos investimentos, alavancagem e incentivos dos devedores antes de situações de falência, como

Bebchuck (2002), Berkovitch e Israel (1999), Cornelli e Felli (1997) e Schwartz (1998), entre outros. Esses pesquisadores lançam luz sobre o conflito entre devedores e credores representativos.

Kordana e Posner (1999) expandiram a análise considerando a negociação com vários credores. Eles incorporam a operação das regras de votação do Capítulo 11. Além disso, Bisin e Rampini (2006), Bolton e Scharfstein (1996), Bris e Welch (2005), Hackbarth, Hennessy e Leland (2007), Hege e Mella-Barral (2005), Thadden, Berglöf e Roland (2010) e Winton (1995) também apresentam um modelo com vários credores considerando problemas de contratação *ex ante* ou análise *ex post* de problemas relacionados aos direitos de liquidação individual e coletivos dos credores. Os estudos apontam que as empresas podem enfrentar menos problemas no futuro nos casos em que os recursos sejam captados de um único credor. Os problemas de coordenação surgem na presença de muitos credores e podem ser extremamente onerosos para todas as partes. Portanto, a participação de credores heterogêneos (e de diferentes tipos de contratos de dívida) na estrutura de capital de cada empresa tornará a solução do problema financeiro mais difícil.

A análise *ex post* dos custos relacionados a problemas financeiros oferece uma opção para as empresas resolverem o problema por meio de procedimentos de recuperação formais ou informais. Os custos dos problemas financeiros, em alguns casos, podem exceder o valor remanescente da empresa; assim, as empresas acabam sendo extintas. Uma alternativa possível é adotar um plano de recuperação que atenda ao problema. Basicamente, a escolha da reestruturação é feita de acordo com a alternativa de menor custo. Não é fácil, porém, identificar a escolha que as partes interessadas veem como a decisão menos onerosa. Os custos dependem dos atritos do mercado que são específicos à situação de cada empresa. Para oferecer uma solução para o problema, as empresas podem captar recursos de investidores externos e se recuperar por meio da reestruturação da dívida e da venda de ativos.

Além de considerar a liquidação como resultado, Broadie, Chernov e Sundaresan (2007) esclarecem que a possibilidade de uma

recuperação judicial leva a conflitos de interesse entre tomadores e credores. De acordo com seu primeiro melhor resultado, a recuperação é benéfica para ambas as partes interessadas por meio de maior capacidade de endividamento, menor spread de crédito e criação de valor da empresa.

O custo da liquidação e da reestruturação de ativos depende da fração dos ativos que precisam ser vendidos e do tipo de relação operacional entre os ativos liquidados e aqueles que forem mantidos. Haugen e Senbet (1978) argumentam que os custos de falência não devem ser significativos porque os petiçãoários em dificuldade financeira deveriam poder negociar extrajudicialmente, sem afetar o valor da empresa objeto. Além disso, Haugen e Senbet (1978), Jensen (1989) e Roe (1983) sugerem que as recuperações extrajudiciais são mais eficientes em teoria porque resolvem problemas financeiros a um custo menor.

Podem surgir, no entanto, alguns problemas em casos extrajudiciais e os custos podem aumentar significativamente. Em resumo, a resolução das dificuldades financeiras das empresas por meio da recuperação extrajudicial pode ser mais cara devido a problemas de resistência à renegociação, assimetria de informações e conflitos de interesse. Gilson (1997) demonstra que os custos de transação podem interferir na redução do endividamento em casos de recuperação extrajudicial.

Embora uma recuperação extrajudicial possa criar melhores condições financeiras para a empresa em dificuldade, alguns credores podem optar pela postergação do processo de reestruturação em situações em que o valor posterior de um direito de crédito pode ser maior que o valor recebido pela participação na recuperação extrajudicial. Isso é conhecido como problema do *holdout*.

Além disso, a possibilidade de rejeição de um plano de reestruturação, mesmo quando for claramente vantajoso para toda a empresa, dificulta um pouco mais a solução dos problemas financeiros. Obviamente, esse tipo de problema é mais provável em empresas com um grande número de credores, mas essa não é a única condição.

O problema do *holdout* por credores pode ser minimizado por meio de requisitos de votação menos rigorosos, um procedimento que pode ser obtido na recuperação judicial. Haugen e Senbet (1988) fornecem alternativas possíveis para eliminar esse problema. Primeiramente, o problema do *holdout* pode ser evitado quando o administrador do título possui o direito de aceitar ou rejeitar ofertas e trocá-las em nome de todos os detentores de títulos. Em segundo lugar, ele pode ser resolvido com ofertas que vinculam todos os titulares da mesma classe. Em terceiro lugar, o problema pode ser mitigado quando as empresas decidem constituir uma disposição para opção de compra contínua de seus títulos.

Informações assimétricas em casos de dificuldade financeira caracterizam disparidades no valor da empresa devido a informações privadas. Pessoas de dentro e de fora podem ter perspectivas diferentes de acordo com suas informações. Portanto, as pessoas de dentro da empresa têm incentivos para reduzir estrategicamente o valor de todos os direitos de crédito para seus detentores durante o processo de recuperação. Brown, James, Mooradian (1993) e Giammarino (1989) afirmam que problemas de informação assimétrica podem ser atenuados quando as empresas decidem pelo processo judicial formal (com custos mais altos) ou escolhem os títulos certos a serem oferecidos aos credores em uma reestruturação de dívida.

Por fim, conflitos de interesse são bastante comuns em situações de reestruturação. Casos de disparidade na distribuição de riqueza para diferentes detentores do direito de crédito podem ser difíceis de resolver, porque cada classe de detentor de direito de crédito pode colocar seu próprio interesse acima dos interesses da empresa. Credores juniores, por exemplo, têm incentivos para superestimar o valor da empresa a fim de obter uma quantia maior de dinheiro. Por outro lado, os credores seniores podem subestimar o valor da empresa pois podem adquirir uma parcela maior da empresa quando ela continuar a obter bons resultados. Os gestores podem superestimar o valor da empresa acima do valor de liquidação para manter seus empregos. A alocação da riqueza entre as diferentes classes de detentores do direito de crédito é um processo

complicado de negociação. Portanto, conflitos de interesse podem ser extremamente onerosos e reduzir a eficiência da recuperação. Segundo Brown (1989), os conflitos de interesse entre as classes aumentam os incentivos para que credores resistam e peguem carona.

As recuperações judiciais são uma alternativa aos problemas enfrentados em recuperações extrajudiciais. De acordo com Giammarino (1989), problemas de *holdout* e de informações assimétricas podem ser minimizados com as regras de votação sem unanimidade, as disposições sobre suspensão automática e o critério judicial do Capítulo 11. Além disso, Mooradian (1994) argumenta que o código do Capítulo 11 pode ser visto como um dispositivo de triagem quando for impossível identificar a eficiência econômica da empresa que enfrenta dificuldade. Portanto, empresas ineficientes preferem a recuperação judicial. White (1994) indica que a separação eficiente e o equilíbrio agregador ineficiente podem surgir com informações imperfeitas. Quando ocorre uma separação eficiente, as empresas eficientes seguem o Capítulo 11, enquanto as empresas ineficientes seguem o Capítulo 7. As empresas ineficientes tendem a seguir o Capítulo 11 no caso de equilíbrio agregador.

Brown (1989) observa que a recuperação judicial também ajuda a combater conflitos de interesse. A heterogeneidade dos credores, entretanto, ainda pode desempenhar um papel crucial e criar dificuldades na resolução de conflitos.

O desenho e a estrutura da lei de falências são importantes para o resultado do processo de recuperação. Uma estrutura favorável ao devedor permite que empresas inviáveis se recuperem e continuem seus negócios. Em contrapartida, a liquidação prematura pode aparecer em uma estrutura favorável ao credor.

Bradley e Rosenzweig (1992) afirmam que o código de falências dos EUA favorece os devedores, para que eles possam manter os empregos e os ativos. Portanto, uma grande porcentagem de empresas entra em recuperação, mesmo que obtivesse um melhor resultado com a liquidação. Esse problema pode criar várias

complicações para as empresas, como um maior custo de capital e um nível de alavancagem abaixo do ideal.

Baird e Ramussen (2002) e LoPucki (2003) veem a questão de maneira diferente, argumentando que os credores seniores começaram a dominar as recuperações judiciais. De acordo com Broadie et al. (2007), a dominação *ex post* dos credores durante a reestruturação é eficiente, pois o resultado para os credores está próximo do valor máximo da empresa quando em processo de falência. Myers (1977), no entanto, mostra uma possibilidade de desapropriação que beneficia os credores seniores de maneira que possam direcionar o fluxo de caixa após a reestruturação de acordo com seus próprios interesses.

Estudos teóricos mostram, portanto, que a alternativa de menor custo influenciará os casos de recuperação. No entanto, depende do nível de assimetria das informações e da gravidade dos conflitos de interesse e dos problemas de coordenação.

## 2.1 Estudos empíricos sobre a resolução da dificuldade financeira

Estudos teóricos sobre recuperação e falência têm sido uma fonte de debate consistente sobre os atritos e condições que podem influenciar as decisões das empresas durante dificuldades financeiras. Estudos empíricos corroboram determinados resultados e oferecem informações adicionais sobre como as empresas se decidem pela recuperação.

Altman e Hotchkiss (2006), por exemplo, estudaram diferentes artigos que apresentam o custo direto médio das dificuldades financeiras de vários casos que seguem o Capítulo 11, falências pré-organizadas e o Capítulo 7, entre 1933 e 2001. Eles identificaram custos de 1,4% a 9,5% do valor contábil dos ativos para os casos que seguem o Capítulo 11, de 1,8% a 2,8% para falências pré-programadas e de 6,1% a 8,1% para os casos de acordo com o Capítulo 7. Warner (1977) fornece evidências semelhantes para 11 ferrovias entre 1933 e 1955 nos EUA. Bris, Welch e Zhu (2006) apresentam os custos diretos médios de 225 casos do Capítulo 11, e de 61 do Capítulo 7 entre 1995 e 2001. Eles demonstram que os

casos que seguem o Capítulo 7 parecem apresentar uma tendência de queda maior do que os casos de recuperação nos termos do Capítulo 11. Em média, identificaram custos de 8,15% (16,9%) para casos de liquidação (recuperação).

Além disso, Bris et al. (2006) destacam que os custos de falência são muito heterogêneos e parecem sensíveis ao método de mensuração. Eles alegam que as liquidações nos termos do Capítulo 7 não são mais baratas do que as recuperações nos termos do Capítulo 11.

Em termos de recuperação extrajudicial, Betker (1997) e Gilson, John e Lang (1990) relatam um custo médio de 0,6% e 2,5%, respectivamente, do valor contábil dos ativos, analisando as ofertas de troca. Além disso, Chatterjee, Dhillon e Ramirez (1995) capturaram a reação do mercado de ações e mostram retornos anormais menos negativos relacionados à recuperação extrajudicial em comparação com as conduzidas conforme o Capítulo 11. Devido ao alto custo da recuperação judicial, as empresas favorecem a reestruturação extrajudicial. A análise teórica da solução de problemas financeiros, no entanto, mostra complicações que dificultam esse tipo de recuperação e forçam as empresas a recorrerem à recuperação judicial. Estudos empíricos indicam que um grande número de empresas não conseguiu se reestruturar por meio da recuperação extrajudicial e decidiu recorrer ao Capítulo 11.

Uma análise de 169 empresas abertas com dificuldades financeiras foi realizada por Gilson et al. (1990). Eles descobriram que 47% das empresas reestruturaram suas dívidas extrajudicialmente, enquanto 53% não tiveram sucesso com essa estratégia de reestruturação e posteriormente recorreram ao Capítulo 11. Além disso, eles demonstram que recuperações extrajudiciais são mais comuns quando as empresas têm menos classes de dívida.

Gilson et al. (1990) e Gilson, Hotchkiss e Ruback (2000) distinguiram as características das empresas que solucionam problemas financeiros por meio da recuperação extrajudicial daquelas que utilizam procedimentos judiciais tradicionais. Mais ativos intangíveis, menos credores e a predominância de bancos explicaram a recuperação

extrajudicial como uma opção para empresas em dificuldade. Eles reconhecem que as recuperações nos termos do Capítulo 11 dependem de como as disputas referentes ao valor de uma empresa são resolvidas. As empresas que implementam uma recuperação extrajudicial geralmente possuem uma estrutura de capital menos complexa.

Chatterjee, Dhillon e Ramirez (1996) indicam que as opções de recuperação judicial ou extrajudicial seguem a liquidez, a alavancagem, o nível de dificuldade econômica e os problemas de coordenação de credores das empresas. Um estudo semelhante realizado por Yost (2002) observa deficiências no estudo devido à variedade das fontes que fornecem os dados. Segundo Yost (2002), desempenho, liquidez, estrutura de capital e o papel do critério gerencial têm uma conexão íntima com as escolhas de reestruturação. As empresas preferem escolher a recuperação judicial em casos de assimetria de informações, porque um aumento nos custos de uma recuperação extrajudicial pode ser maior na presença da incerteza. Yost (2002) investiga uma terceira opção de reestruturação para empresas, denominada falência pré-organizada. Esse tipo de alternativa de reestruturação é uma combinação entre a recuperação judicial e a extrajudicial.

Concentrando-se em grandes empresas em 2002, Baird e Rasmussen (2003) calcularam que um quarto dos casos com base no Capítulo 11 foi pré-organizado. As empresas que enfrentam uma maior probabilidade de problemas de *holdout* e de coordenação devem escolher a recuperação judicial. McConnel e Servaes (1991) e também Tashjian, Lease e McConnel (1996) indicaram que um plano pré-organizado parece ser uma ferramenta para lidar com *holdouts*.

Além disso, restrições de liquidez podem influenciar a decisão de uma empresa de escolher um procedimento de recuperação judicial devido ao recurso de suspensão automática do Capítulo 11. A suspensão automática determina que todos os litígios contra os devedores devem permanecer nos tribunais até a resolução. O desempenho foi considerado um importante influenciador das escolhas de reestruturação das empresas devido à maior proporção entre a receita operacional e o total de ativos no exercício

anterior ao evento causador da dificuldade. Gilson et al. (1990) argumentam que empresas de setores com índices medianos mais altos entre valor de mercado e valor contábil e índices mais altos entre receita operacional e total de ativos têm maior probabilidade de se reestruturar extrajudicialmente. Yost (2002) corrobora esse resultado.

Quando o setor enfrenta dificuldades, a resolução da situação de dificuldade financeira pode ser mais difícil. Os credores podem pressionar as empresas a liquidar os ativos. De acordo com Shleifer e Vishny (1992), a probabilidade de vender os ativos é maior quando todo o setor enfrenta dificuldades. Além disso, Maksimovic e Phillips (1998) indicam que a probabilidade de empresas falidas venderem seus ativos é maior em setores que apresentam um alto índice de crescimento. Pulvino (1998, 1999) demonstra que a dificuldade enfrentada pelo setor pode dar origem a vendas a preços muito baixos. A alavancagem também contribui para a venda de ativos. Kruse (2002) e Ofek (1993) especificam que a probabilidade de venda de ativos aumenta quando o nível de endividamento de uma empresa for maior.

O nível de dificuldade econômico-financeira pode influenciar a maneira como os credores decidem o futuro de uma empresa. Conflitos de interesse, portanto, podem surgir e serem cruciais para o resultado da recuperação. Existem conflitos entre diferentes tipos de credores, acionistas e gestores. A governança de empresas em dificuldade também tem sido um tópico importante para os pesquisadores. Questões relacionadas à remuneração da administração e a mudanças de titularidade e controle receberam atenção considerável.

Gilson (1989) analisou 69 empresas para identificar o nível de rotatividade de gestores em casos de reestruturação. Surpreendentemente, 71% dos gestores foram substituídos em um período de quatro anos. Nenhum deles conseguiu encontrar emprego em uma empresa de capital aberto três anos depois de deixar a empresa em dificuldade. Ayotte e Morrison (2007) também encontraram uma alta taxa de rotatividade no período de dois anos após o pedido de falência.

Titulares e credores também prestam atenção às possibilidades de remuneração da administração. Definitivamente, é importante alinhar os incentivos durante o período de recuperação. Gilson e Vetsuypens (1993) estudaram os contratos apresentados aos gestores durante o período de dificuldade financeira. Eles capturaram ofertas para os gestores responsáveis pela recuperação antes do início da operação e para os responsáveis pela empresa durante o período de recuperação. Os gestores que mantiveram seus cargos sofreram um corte considerável em seus salários e bônus, enquanto os novos gestores receberam uma remuneração 35% maior do que o gestor anterior. Hotchkiss (1995) explica que os gestores geralmente permanecem no comando até o momento em que o plano de recuperação é proposto. No entanto, eles saem da empresa logo após superar o período de dificuldade.

Gilson et.al (2000) fornecem evidências de que as ofertas de opções de ações ocorrem com frequência durante os casos de recuperação. Além disso, Gilson e Vetsuypens (1993) mostram casos em que os gestores recebem um prêmio após a empresa superar a situação de dificuldade financeira.

Um campo de pesquisa interessante analisa a presença de externalidades em falências e recuperações. Benmelech e Bergman (2011) investigaram como os concorrentes do setor de transporte aéreo dos EUA que não faliram sofrem com as falências nesse setor. Com base no impacto das falências nos valores das garantias, eles demonstram que as empresas falidas reduzem os valores das garantias de seus concorrentes e, portanto, interferem no aumento dos custos de financiamento externo.

As consequências da escolha entre liquidação e recuperação também afetam o uso de ativos em situações de dificuldade financeira. Bernstein, Colonnelli e Iverson (2019) verificaram a alocação e utilização de ativos em caso de falência com base na atribuição aleatória de juízes a casos de liquidação e recuperação. Eles descobriram que as empresas em recuperação tendem a usar mais seus ativos do que as empresas liquidadas, especialmente em mercados fracos. Isso significa que a liquidação pode ser ineficiente na alocação de ativos em determinadas circunstâncias.

Além disso, Bernstein, Colonnelli, Girou e Iverson (2019) demonstram que a taxa de emprego diminuiu consideravelmente perto de estabelecimentos liquidados. O efeito de transbordamento parece ser consistente com uma redução do consumo local. Benmelech, Milanez e Mukharlyamov (2019) identificaram que empresas menores e com dificuldades financeiras sofrem mais com os varejistas falidos nos casos em que estão mais expostas geograficamente.

Embora os estudos recentes acima identifiquem relações causais na literatura sobre recuperações e falências, a grande maioria dos estudos nessa área é descritiva. Além dos artigos mencionados acima, outros estudos recentes buscaram choques exógenos para avaliar a causalidade. Hackbarth, Haselmann e Schoenherr (2015) usam a Lei de Reforma da Falência de 1978 para avaliar os prêmios de risco de dificuldade financeira quando há mudança do poder de barganha de credores para acionistas. Eles observaram que Chakrabarti e Pattison (2019) exploraram o efeito de uma disposição contra a imposição aos credores de um plano de recuperação no crédito para automóveis. As taxas de juros caem na ausência dessa imposição. Além disso, eles descobriram que o valor dos empréstimos aumentou entre os tomadores de empréstimos subprime.

Usando outra estratégia para medir a causalidade, Campello, Gao, Qiu e Zhang (2018) adotaram um desenho de descontinuidade de regressão para avaliar o efeito da sindicalização dos trabalhadores sobre os detentores de títulos em situações de falência. As sindicalizações estão relacionadas a casos de falência mais prolongados, caros e complicados e comprometem os valores de recuperação do credor.

## 2.2 Desempenho pós-falência

Alguns estudos destacaram o resultado das empresas após o período de recuperação. Eles analisaram o desempenho das empresas alguns anos após o pedido de reestruturação. LoPucki e Whitford (1993) mostram que uma parcela considerável das empresas que abandonam o processo de recuperação retoma o Capítulo 11 alguns anos depois.

Com relação ao desempenho pós-falência, Hotchkiss (1995) constata que mais de 40% das empresas continuaram a registrar prejuízos operacionais nos 3 anos após a recuperação. Em comparação a outras empresas do mesmo setor, mais de 70% das empresas em processo de recuperação apresentaram desempenho inferior. Eberhart, Altman e Aggarwal (1999) mostram retornos positivos consideráveis para as ações de 131 empresas que deixaram o Capítulo 11. Ao comparar sua amostra a um portfólio de empresas do mesmo setor, eles identificaram um retorno acumulado médio anormal de 25%. Além disso, Kalay, Singhal e Tashjian (2007) indicam uma alta probabilidade de ganho de eficiência para empresas em processo de recuperação. Empresas com mais classes de dívida, entretanto, demonstram menos melhorias no desempenho.

Hotchkiss (1995) argumenta que o porte da empresa é o principal determinante de uma recuperação bem-sucedida. A disponibilidade de propostas de desinvestimento para financiar operações e pagar credores é crucial para uma empresa superar o período de recuperação. Carapeto (1999) argumenta que uma recuperação bem-sucedida pode depender muito do financiamento do tipo DIP (*Debtor-in-Possession*). De fato, Dahiya, John, Puri e Ramirez (2003) corroboram o resultado, mostrando uma maior probabilidade de recuperação para empresas que recebem esse tipo de financiamento.

A maioria dos estudos se concentra no código de falências dos EUA. No entanto, estudos interessantes e importantes também foram desenvolvidos em todo o mundo. Hotchkiss, John, Mooradian e Thorburn (2008) analisaram as evidências internacionais e apresentaram estudos de diferentes países, como Reino Unido, Suécia, França, Alemanha e Japão. Além disso, Senbet e Wang (2010) elaboraram uma pesquisa sobre dificuldades financeiras e falências. Eles analisam as contribuições teóricas e empíricas para o tópico e fornecem uma discussão sobre códigos e estudos comparativos dos EUA, Reino Unido, Suécia, Alemanha, França e alguns mercados emergentes, como o Brasil.

Senbet e Wang (2010) observaram, por exemplo, que a antiga lei de falências brasileira

era uma das mais ineficientes. De fato, o antigo procedimento de recuperação apenas adia a dívida das empresas e a resolução de casos era extremamente lenta. Além disso, o comprador de uma propriedade liquidada geralmente tinha que assumir dívidas anteriores. A recuperação com base no antigo procedimento era difícil e muitas empresas acabavam pedindo falência.

Carvalho (2005) afirma que a lei de falências anterior estava extremamente desatualizada. Promulgada em 1945, a antiga lei de falências era vista como uma barreira ao desenvolvimento econômico. O Brasil introduziu uma nova lei de falências em 2005. A nova lei apresenta diferentes meios de reestruturação. Além disso, empresas e credores podem decidir por mudanças no controle societário e apresentar novos termos e condições para o pagamento das obrigações. Os credores desempenham um papel mais importante nos casos de recuperação e podem votar pela recuperação ou liquidação. Nosso próximo capítulo apresenta resultados empíricos para estudos realizados no Brasil. Destacamos artigos publicados em revistas de economia e negócios (não pretendemos discutir ou fornecer nenhum avanço ou problema jurídico apresentado em revistas de direito). Consideramos os resultados de revistas de direito somente quando tiveram uma implicação clara e direta sobre as condições financeiras dos casos de recuperação ou liquidação.

### **2.3 Recuperação de empresas no Brasil: evidência empírica**

Existem diversos estudos brasileiros sobre questões relacionadas à nova lei de falências. A Lei nº 11.101 foi introduzida em 2005 e melhorou o antigo procedimento de várias maneiras. Em suma, fornece uma estrutura jurídica para facilitar a solução de problemas entre empresas e credores. Reduz a burocracia e permite as opções de recuperação judicial ou extrajudicial.

Não há responsabilidade de sucessores, e o credor desempenha um papel mais importante com direito a voto em um plano de recuperação. Paiva (2005) oferece uma explicação da lei de falências, fornecendo uma introdução, explicação

e análise dos principais tópicos relacionados à Lei nº 11.101, além de levar em consideração um grupo de advogados altamente qualificado. Além disso, Anapolsky e Woods (2013) explicam as semelhanças e diferenças entre a lei de falências brasileira e os códigos do Capítulo 11 e do Capítulo 7. O artigo enfoca o mercado de títulos.

Algumas dissertações, teses e artigos se concentraram em diferentes aspectos e consequências da nova lei. Crippa (2013), Funchal (2006), Kirschbaum (2009), Perez (2008) e Sica (2009) fornecem uma análise interessante e importante das características específicas do processo de recuperação após a nova lei de falências brasileira. Funchal (2006) investiga a relação entre crédito e falência após a Lei nº 11.101. Perez (2008) estuda os fatores críticos de uma recuperação bem-sucedida. Sica (2009) especifica o papel e o desenvolvimento das recuperações extrajudiciais no Brasil. Kirschbaum (2009) avalia questões sobre governança corporativa, financiamento pós-petição e negociação do plano de recuperação. Crippa (2013) tem como objetivo elucidar o abuso de direitos durante os casos de recuperação.

Além disso, os pesquisadores tentam entender como as empresas captam recursos após a nova lei de falências brasileira em relação ao período de recuperação *ex ante* e *ex post*. Funchal e Clovis (2009) estudam os efeitos da nova lei no nível de alavancagem das empresas. De fato, eles identificaram um aumento no nível de endividamento das empresas após a implementação da nova lei.

Monteiro e Teixeira (2009) avaliam o papel da confiança durante o período de recuperação por meio de pesquisa qualitativa. Eles demonstram que a concessão de crédito no período de recuperação é influenciada pela confiança criada entre devedores, gestores e credores. Dias (2012) também analisa casos com foco na forma com que as empresas em dificuldade financeira captam recursos no Brasil, destacando as premissas constitucionais nos casos de recuperação.

Talvez uma das investigações mais importantes, Araujo, Ferreira e Funchal (2012) especificam uma relação de causalidade,

demonstrando que um aumento na proteção do credor explica um nível mais alto de endividamento de longo prazo e uma redução no custo de capital após uma reforma de falências em diferentes países, inclusive no Brasil. É importante ressaltar que a maioria dos estudos nesse campo fornece resultados descritivos e correlações entre variáveis. O artigo acima constitui um progresso ao tentar apontar relações causais.

Liu (2015) estudou os determinantes das dificuldades financeiras de bancos e demonstra que os índices de capital, receita de juros, retorno sobre patrimônio líquido e provisões para devedores duvidosos apresentam uma correlação negativa com o fracasso dos bancos. Silva, Sampaio e Gallucci (2018) examinaram as correlações entre pedidos de recuperação e variáveis macroeconômicas. Eles identificaram uma relação positiva (negativa) entre o custo de capital (disponibilidade de crédito) e o número de recuperações entre 2005 e 2015.

Silva e Saito (2018) avaliaram a probabilidade de aprovação dos planos de recuperação. Eles fornecem uma análise empírica com foco na forma com que os credores decidem votar nos planos de recuperação. Seu artigo demonstra que os planos com condições heterogêneas de pagamento para os detentores do direito de crédito têm menor probabilidade de serem aceitos. A solução da recuperação depende dos direitos dos detentores do direito de crédito e a alienação de ativos parece facilitar a aprovação dos planos de recuperação.

A mudança na lei de falências também permite identificar o papel dos diferentes participantes da recuperação. Moro (2011), por exemplo, identificou aspectos do contador no processo de recuperação. Ele argumenta que há oportunidades de melhoria nos relatórios e análises fornecidos pelos contadores de empresas em dificuldade.

Jupetipe, Martins, Mário e Carvalho (2017) analisaram 102 casos de falência e 29 de recuperação para avaliar o custo de cada decisão. Para os casos de falência, eles identificaram que os custos diretos representam, em média, 35% dos ativos da empresa. Os ativos reduziram em 47% o seu valor inicial e a taxa de recuperação

de valores dos credores foi de aproximadamente 12%. Os casos de recuperação apresentam custo direto médio na proporção de 26% dos ativos da empresa, enquanto a taxa de recuperação de valores dos credores foi em torno de 25%.

Estudos anteriores destacaram questões importantes do processo de falência e recuperação que podem afetar devedores, credores, gestores e outras partes interessadas. O próximo capítulo deste artigo apresenta três estudos de caso sobre as características de três empresas que enfrentaram a recuperação, abordando o resultado das votações dos planos de recuperação analisados em Assembleia. Estamos interessados em recuperações judiciais.

### **3 Conexões entre literatura sobre recuperação de empresas e casos práticos no Brasil**

Neste capítulo, o nosso objetivo é elucidar as características de três empresas em processo de recuperação em relação ao resultado do plano de recuperação apresentado em Assembleia. Em outras palavras, queremos analisar alguns aspectos de empresas cujo plano de recuperação foi aceito ou rejeitado.

Os capítulos anteriores sugerem que alternativas de menor custo influenciam recuperações e liquidações. A recuperação judicial parece ser uma escolha melhor quando as empresas enfrentam atritos de mercado específicos à situação de cada empresa, como problemas de coordenação e conflitos de interesse. A assimetria de informações entre as partes interessadas dificulta ainda mais o processo de recuperação. As empresas que buscam reestruturação extrajudicial geralmente possuem menos credores e uma estrutura de capital menos complexa.

É interessante analisar a complexidade do processo de recuperação através do resultado de alguns casos reais. Penati e Zingales (1997), por exemplo, analisaram o caso do Grupo Ferruzzi, uma das maiores recuperações extrajudiciais da história. O estudo lança luz sobre a eficiência e as consequências distributivas da recuperação. Eles fornecem um bom exemplo de como a heterogeneidade dos credores e o conflito de

interesses podem influenciar o processo de recuperação. Além disso, Weiss e Wruck (1998) esclareceram os conflitos de interesse entre os acionistas e o administrador do caso de falência da Eastern Airlines e Noe e Rebello (2003) avaliaram a falência da Macy's, concentrando-se nos conflitos de interesse entre as partes interessadas. Nós aprofundamos em uma análise semelhante de algumas empresas no Brasil.

Como esperado, os casos são extremamente heterogêneos com relação ao número de credores, participação de bancos, montante da dívida e ações de recuperação. Um dos maiores casos de recuperação do Brasil ocorreu em setembro de 2016. A Oi, uma das maiores empresas de telefonia móvel do país, apresentou mais de 64 bilhões para renegociar com aproximadamente 55 mil credores. Demorou mais de um ano para o plano de recuperação ser aprovado na Assembleia de Credores. Não estudamos esse caso porque os arquivos da recuperação ainda não estavam inteiramente completos.

Arbitrariamente, mencionamos mais três casos que especificam diferentes níveis de complexidade que podem ser cruciais para o resultado da recuperação. A complexidade de cada caso é diferente e pode corroborar a decisão de aprovar ou rejeitar o plano de recuperação. Analisamos três empresas muito diferentes em várias dimensões, como porte, número de credores, classe de credores (de acordo com o nível de garantias) e o valor da dívida. Cada caso apresenta, portanto, magnitudes distintas de problemas de coordenação e conflitos de interesse. Nosso objetivo é apresentar um exemplo simples da existência das situações apontadas pela literatura nos casos de recuperação no Brasil.

As informações da nossa análise são do plano de recuperação, da ata da assembleia geral e da lista de credores, com os direitos de crédito fornecidos por cada empresa. Empresas de capital fechado e pequenas empresas respondem a um número impressionante de casos de recuperação no Brasil. Por isso, também decidimos estudar casos envolvendo empresas de capital fechado, em vez de apenas empresas de capital aberto. Primeiramente, analisamos o caso da Bical; em

seguida, estudamos o caso da NTL e terminamos nossa análise com o grupo X.

A Bical – Birigui Calçados Ind. e Com. Ltda. iniciou suas operações em 1965 no estado de São Paulo. Sua sede está localizada em São Paulo e ela possui mais duas filiais, uma em São Paulo e outra no Mato Grosso do Sul. Há mais de 40 anos, a empresa concentra suas operações na fabricação e comercialização de calçados nos mercados interno e externo.

A empresa entrou com pedido de recuperação em outubro de 2011. Os principais motivos de sua dificuldade financeira são os seguintes: i) A crise de 2008 causou prejuízos consideráveis devido à redução das vendas nos mercados externos; ii) dificuldade em competir com os preços das empresas chinesas; iii) uma parcela considerável da mão de obra decidiu mudar para outros setores; iv) aumento da dívida para financiar as necessidades de capital de giro e; v) o custo exacerbado do capital para financiar suas atividades. A empresa também observou uma redução geral na produção industrial como explicação para seus maus resultados.

A empresa possui apenas credores trabalhistas e quirografários. O valor da dívida em processo de recuperação equivale a R\$ 16.361.367,85. O percentual da dívida nas mãos dos bancos é de aproximadamente 70% do total da dívida quirografária. No entanto, a quantidade de bancos com créditos na classe quirografária é inferior a 3%.

No plano de recuperação, a empresa promete economizar parte de suas vendas para pagar credores quirografários e não quirografários. Embora o plano de recuperação esclareça a estratégia de pagamento dos credores não quirografários e apresente o valor da dívida a ser pago a essa classe, não há esse tipo de credor especificado na lista de credores fornecida pelo administrador judicial. As atas da Assembleia confirmam que apenas as classes trabalhista e quirografária votaram no plano.

A literatura ressalta que um plano de recuperação é mais facilmente aceito na presença de menos classes de credores e detentores do direito de crédito. Certamente, mais variáveis relacionadas ao plano de recuperação podem

atenuar qualquer possibilidade de fracasso (período de carência, prazo de pagamento, redução no valor da dívida, venda de ativos, projeção de fluxo de caixa, entre outras). Não obstante, pode-se notar que empresas com as mesmas características de recuperação, mas com menos problemas de coordenação entre credores, possuem maior chance de recuperação.

Passando para o próximo caso, as empresas NTL Têxtil Ltda. e MD8 Têxtil Ltda. iniciaram suas operações em 1989 em São Paulo. Embora sejam empresas separadas, solicitaram tratamento unificado durante o processo de recuperação devido ao grande número de credores que tinham em comum. Assim, vamos tratá-las como NTL-M8. A empresa têxtil fabricava produtos de polipropileno, poliéster e algodão. Ela entrou com pedido de recuperação em outubro de 2008. A NTL-MD8 culpa um concorrente pela prática de dumping, quando a empresa decidiu abrir uma nova filial no Mato Grosso do Sul; ii) a indústria têxtil enfrenta constantes modificações e um investimento maciço em tecnologia é importante e; iii) o setor é extremamente dependente de capital interno para financiar seus projetos.

Como resposta ao problema, a empresa decidiu implementar várias medidas. Reduziu consideravelmente sua mão de obra, aplicou medidas mais severas de controle de custos, decidiu fazer compras com pagamento antecipado e implementou estratégias para aumentar as vendas. O plano de recuperação esclarece que a NTL visa incorporar a MD8; portanto, foi considerada uma recuperação única para ambas as empresas.

A assembleia geral ocorreu no dia 17 de abril de 2009. Todos os credores rejeitaram o plano. Após a apresentação do plano de recuperação pelo devedor, algumas modificações foram propostas. Havia, por exemplo, uma nova especificação que propunha o pagamento integral dos credores com créditos iguais ou inferiores a R\$ 10 mil. A dívida trabalhista seria paga em 3 parcelas sequenciais. Houve também a exclusão da incorporação da MD8 pela NTL. Em mais uma rodada de votos, todos os credores trabalhistas e 78,17% dos credores quirografários aprovaram o plano. No entanto, a classe não quirografária

o rejeitou. De acordo com a ata da assembleia, apenas um credor não quirografário votou no plano (Banco do Brasil). Portanto, ele não foi aprovado por todas as classes de credores.

Este caso lança luz sobre como a concentração de poder pode influenciar o resultado da recuperação. Como os credores seniores podem ter incentivos para rejeitar o plano e receber sua parte, uma concentração extrema nas mãos de credores não quirografários foi determinante para o resultado do plano.

Por fim, apresentamos a seguir o caso de uma grande empresa de capital aberto do Brasil. As empresas do grupo X que estão em dificuldades financeiras são a OGX Petróleo e Gás S.A., a OGX Austria GmbH e a Óleo e Gás Participações (OGPar). A recuperação desse grupo tem recebido atenção considerável no Brasil. Em resumo, a OGX é uma empresa que explora, refina, processa, comercializa e transporta petróleo (entre outras atividades). Desde 2007, o grupo X explora petróleo na Bacia de Campos, Bacia de Santos, Bacia Espírito Santo, Bacia Parnaíba e Bacia Pará-Maranhão. Como acionista majoritário, Eike Batista estava no comando do grupo. As informações fornecidas abaixo são as mesmas para todas as empresas do grupo em processo de recuperação.

A OGX captou recursos emitindo títulos (Títulos 2018 e Títulos 2022) para financiar seus projetos. O plano de recuperação revela que foram captados mais de 3 bilhões de dólares. O grupo entrou com pedido de recuperação em outubro de 2013. Os principais motivos para as dificuldades financeiras são explicados a seguir: i) riscos relacionados às atividades do grupo, como exploração de petróleo. A exploração de alguns locais foi considerada impraticável; ii) a inadimplência da Petronas Brasil E&P ocasionou dificuldades severas.

Para resolver seus problemas financeiros, o grupo decidiu obter novos recursos financeiros. Assim, recorreu ao DIP (emissão de títulos privados) e a financiamento adicional especificando alguns ativos como garantia. A emissão dos títulos privados foi realizada em três tranches nos valores de 125, 90 e 90 milhões de dólares.

O dinheiro seria investido em projetos e atividades de capital de giro. Além disso, o plano de recuperação indica que o pagamento aos detentores financeiros dos títulos em 2018 e 2022 será efetuado através da capitalização de crédito. Em suma, o grupo buscou um aumento de capital por meio da capitalização de crédito e da conversão de títulos privados. Os credores quirografários não financeiros serão pagos em 48 parcelas fixas mensais do mesmo valor. O grupo não possui créditos de origem trabalhista ou não quirografária.

O plano de recuperação mostra que, após a incorporação, as ações foram negociadas como OGX Reestruturada. Em virtude da incorporação, a participação dos acionistas da OGX Reestruturada é apresentada da seguinte forma: i) credores que financiam a primeira tranche dos títulos privados detêm 41,9767%; ii) novos credores reais ou fora da recuperação que aceitam o plano detêm 25%; iii) credores que financiam a segunda e a terceira tranches dos títulos privados detêm 23,0233%; iv) alguns Fundos de Ativos possuem 5,02%; v) outros acionistas da OGPAr detêm 4,98% e vi) Eike Batista possui 1 ação.

Além disso, o plano de recuperação mostra a existência de bônus de subscrição para os acionistas que apresentam as seguintes condições: i) 1,5 bilhão de dólares; ii) 5 anos de vencimento; iii) o número de ações ordinárias a serem subscritas deve ser igual a 15% das ações da OGX Reestruturada; e iv) os valores serão corrigidos pelo índice de inflação (IGP-M).

A empresa pode alienar ativos e as condições especificadas no plano de recuperação são respeitadas. Além disso, o plano de recuperação apresenta à OGPAr a opção de entrar com pedido de falência nos termos do Capítulo 15, se for necessário.

A primeira convocação para a assembleia geral do grupo X ocorreu em 3 de junho de 2014. O quórum foi de aproximadamente 62,79% dos credores quirografários, a única classe capaz de votar no plano. Assim que os detentores do direito de crédito puderam expressar suas preocupações na assembleia, um credor perguntou ao devedor sobre o número de despesas que não estão sujeitas

ao plano de recuperação. O devedor respondeu que apenas um novo credor aderiu ao plano. Foi especificado que após a conversão da dívida, o patrimônio líquido seria próximo a 3,3 bilhões e a dívida estaria próxima a R\$ 200 milhões. Os credores da segunda tranche dos títulos privados foram informados de que tinham direito à subscrição da terceira tranche restante, caso não ocorresse uma subscrição completa pelos credores da terceira tranche.

Após uma breve discussão das propostas relacionadas à terceira tranche dos títulos privados, com a subsequente rejeição das propostas pelo devedor, o plano foi votado. De acordo com a ata da Assembleia, 81,59% dos detentores do direito de crédito aprovaram o plano de recuperação (o valor representa 90,42%). O número de abstenções foi cinco. Portanto, o plano foi considerado aprovado.

Este último caso mostra como o acesso ao financiamento externo pode ajudar a resolver problemas de dificuldade financeira. Além disso, especifica que a concentração em credores com a mesma senioridade pode atenuar conflitos e levar à rejeição do plano.

É possível observar diferenças interessantes entre os casos. O primeiro é o número de classes que votam no plano em cada caso. Há duas classes de credores para a Bical (trabalhista e quirografária), três para a NTL-MD8 e apenas uma para o grupo X. É possível que empresas com três classes de credores apresentem maior complexidade e, portanto, a aprovação do plano de recuperação seja mais difícil. O plano para a NTL-MD8, por exemplo, foi aprovado pelos credores trabalhistas e quirografários e rejeitado pelos credores não quirografários. Parece mais difícil alinhar incentivos e apresentar uma proposta mais homogênea aos credores em casos como este. Os credores agrupados em diferentes classes têm incentivos distintos. No Brasil, Silva e Saito (2018) demonstram que o pagamento heterogêneo dos credores está relacionado a uma menor taxa de aprovação dos planos de recuperação. Eles mencionam que os credores não quirografários possuem incentivos menores para aprovar a recuperação. A classe de títulos de dívida recebe logo após os credores trabalhistas em casos

de liquidação e geralmente prefere liquidar uma parte dos ativos para receber dinheiro.

Também vale a pena se atentar à concentração de valor entre os credores. No caso da Bical, há uma enorme concentração de valor nas mãos de alguns bancos. A concentração da NTL e da Bical estava um pouco mais pulverizada. É possível que uma menor concentração de dinheiro torne mais difícil para credores e devedores chegarem a um acordo. Ivashina, Iverson e Smith (2016) explicam que a concentração do direito de crédito em uma classe específica de credores é importante para atenuar problemas de coordenação.

A concentração extrema de valor nas mãos de alguns credores da mesma classe também pode influenciar o tipo de plano de recuperação escolhido. A NTL-MD8, por exemplo, apresentou apenas um credor não quirografário que rejeitou o plano. Nesse caso, o devedor deve atender a todas as demandas dos credores (se possível). Caso contrário, o plano será rejeitado. Cai (2000) mostra que a recuperação é mais fácil e mais eficiente quando o número de credores for pequeno.

Por fim, acesso ao financiamento externo, que é necessário para solucionar o problema da dificuldade financeira. O grupo X pode apresentar uma estratégia baseada na captação de recursos externos. O grupo apresentou uma proposta com uma modificação radical na composição da participação societária. A opção de obter recursos adicionais parecia ser crucial ao grupo.

Também é interessante que em nenhum dos casos todos os credores votaram no plano. Independentemente do número de classes, um número considerável de absentismo foi registrado na ata da Assembleia. Além disso, dois dos três casos apresentaram um atraso de quórum na primeira assembleia geral e a votação do plano foi adiada.

#### 4 Considerações finais

Neste artigo, exploramos as contribuições teóricas e empíricas para a literatura sobre falências e recuperações. Trabalhos teóricos apontam problemas de assimetria de informação,

coordenação, conflitos de interesse e custos de liquidação como aspectos fundamentais que giram em torno da resolução de problemas. De uma perspectiva *ex ante*, os estudos propõem que estruturas de capital menos complexas favorecem a resolução de problemas futuros de endividamento.

Além disso, os pesquisadores indicam que uma maior concentração do direito de crédito em um número menor de credores é benéfica para minimizar os problemas de coordenação de credores e de *holdout*. Nossos exemplos de casos reais mostram um retrato simples, considerando as aplicações práticas desse cenário. A empresa Bical apresentou uma concentração considerável de dinheiro nas mãos de alguns bancos (e também apenas duas classes de credores), ao passo que na NTL-MD8 estava um pouco mais pulverizado. Segundo Annabi, Breton e Français (2012), a negociação entre credores é considerada um jogo não cooperativo. Fan e Sundaresan (2000) mencionam que esses casos estão mais alinhados a um dilema do prisioneiro em escala maior.

Estudos empíricos destacam as decisões relacionadas à recuperação. Eles exploram a literatura teórica para explicar os principais determinantes de uma recuperação. A escolha pela recuperação judicial ou extrajudicial, por exemplo, está relacionada à liquidez, alavancagem, nível de dificuldade econômica e problemas de coordenação de credores.

A alternativa de menor custo conduzirá a decisão sobre a recuperação. Os custos, no entanto, estão extremamente relacionados aos atritos do mercado e cada empresa pode enfrentar situações potencialmente diferentes. As empresas preferem recuperações extrajudiciais na ausência de problemas graves de coordenação. A recuperação judicial seria preferível em casos de assimetria de informações e de conflitos de interesse consideráveis.

Além disso, a resolução de problemas financeiros depende de várias variáveis e a situação pode ser mais trágica na presença de dificuldades econômicas. Quando todo o setor (ou toda a economia) estiver enfrentando adversidades, a dificuldade de gerar caixa aumenta e a probabilidade de vender ativos para obtenção de caixa é ainda maior. Maksimovic e Phillips

(1998) e Pulvino (1998, 1999) esclarecem que a dificuldade econômica dá origem a vendas a preços muito baixos. No Brasil, Silva, Sampaio e Gallucci (2018) demonstram que condições econômicas adversas estão relacionadas a um maior número de pedidos de recuperação judicial.

A literatura empírica remanescente também analisa questões relacionadas à remuneração da administração, rotatividade de gestores e desempenho pós-recuperação. Basicamente, estudos no Brasil avaliaram questões relacionadas à reestruturação da dívida, concessão de crédito, resolução de conflitos e governança corporativa.

As pesquisas sobre recuperação e falência não apresentaram investigações empíricas significativas sobre recuperações extrajudiciais, remuneração da administração e desempenho pós-recuperação. Em parte, isso ocorre porque os dados não estão facilmente disponíveis. Além disso, não temos um grande número de recuperações extrajudiciais no Brasil (temos apenas alguns casos de empresas de capital aberto e menos de 200 casos desde a nossa nova lei de falências). Além disso, as empresas geralmente preparam seus planos de recuperação considerando mais de dez anos para concluí-los. O desempenho pós-recuperação é, portanto, um tópico ainda a ser investigado no Brasil.

Pesquisas futuras podem explorar os determinantes do sucesso e do fracasso das empresas que emergiram dos processos de recuperação (tanto judicial como extrajudicial). Trabalhos que exploram variações exógenas e apontam para efeitos causais também serão extremamente importantes, pois a vasta literatura nessa área é essencialmente descritiva.

## Referências

- Aghion, P., Hart, O., & Moore, J. (1992). The economics of bankruptcy reform. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 8(3), 523-546.
- Almeida, H., Campello, M., Cunha, I., & Weisbach, M. S. (2014). Corporate liquidity management: A conceptual framework and Survey. *Annual Review of Financial Economics* 6, 132-145. Retrieved from <https://www.annualreviews.org/doi/abs/10.1146/annurev-financial-110613-034502>
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2006). *Corporate financial distress and bankruptcy* (3rd ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Annabi, A., Breton, M., & François, P. (2012). Resolution of financial distress under chapter 11. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 36(12), 1867-1887. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2012.06.004>
- Anapolsky, J. M., & Woods, J. F. (2013). Pitfalls in Brazilian bankruptcy law for international bond investors. *Journal of Business e Technology Law*, 8(2), 397-450.
- Araujo, A. P., Ferreira, R.V.X., & Funchal, B. (2012). The brazilian bankruptcy law experience. *Journal of Corporate Finance*. 18(4), 994-1004.
- Ayotte, K. M., & Morrison, E. R. (2007). *Creditor control and conflict in chapter 11*. (Working Paper No. 321). Retrieved from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1081661](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081661)
- Baird, D. G., & Rasmussen, R. K. (2002). The end of bankruptcy. *Stanford Law Review* 55(2), 751-789.
- Baird, D. G., & Rasmussen, R.K. (2003). Chapter 11 at Twilight. *Stanford Law Review*, 56(3), 673- 699.
- Bebchuck, L. A. (2002). Ex ante costs of violating absolute priority in bankruptcy. *Journal of Finance (Wiley-Blackwell)*, 7(1), 445-460.
- Benmelech, E., & Bergman, N. (2011). Bankruptcy and the collateral channel. *The Journal of Finance*, 66(2), 337-378.
- Benmelech, E., Bergman, N., Milanez, A., & Mukharlyamov, V. (2019). The agglomeration of bankruptcy. *The Review of Financial Studies*, 32(7), 2541-2586.
- Berkovitch, E., & Israel, R. (1999). Optimal bankruptcy laws across different economic systems. *The Review of Financial Studies*, 12(2), 347-377.

- Bernstein, S., Colonnelli, E., Giroud, X., & Iverson, B. (2019). Bankruptcy spillovers. *Journal of Financial Economics*, 133(3), 608-633.
- Bernstein, S., Colonnelli, E., & Iverson, B. (2019). Asset allocation in bankruptcy. *The Journal of Finance*, 74(1), 5-53.
- Betker, B. L. (1997). The administrative cost of debt restructurings: Some recent evidence. *The Journal of the Financial Management*, 26(4), 56-68.
- Bisin, A., & Rampini, A. A. (2006). Exclusive contracts and the institution of bankruptcy. *Economic Theory* 27(2), 277-304.
- Bolton, P., & Scharfstein, D. S. (1996). Optimal debt structure with multiple creditors. *Journal of Political Economy* 104(1), 1-25.
- Bradley, M., & Rosenzweig, M. (1992). The untenable case for chapter 11. *The Yale Law Journal* 101(5), 1043-1095.
- Bris, A., & Welch, I. (2005). The optimal concentration of creditors. *Journal of Finance* 60(5), 2193-212.
- Bris, A., Welch, I., & Zhu, N. (2006). The costs of bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus chapter 11 reorganization. *Journal of Finance*, 61(3), 1253-1303.
- Broadie, M., Chernov, M., & Sundaresan, S. (2007). Optimal debt and equity values in the presence of chapter 7 and chapter 11. *Journal of Finance*, 62(3), 1341-1377.
- Brown, D. T. (1989). Claimholder incentive conflicts in reorganization: The role of bankruptcy law. *Review of Financial Studies*, 2(1), 109-123.
- Brown, D. T., James, C. M., & Mooradian, R. M. (1993). The information content of distressed restructurings involving public and private debt claims. *Journal of Financial Economics* 33(1), 93-118.
- Cai, H. (2000). Delay in multilateral bargaining under complete information. *Journal of Economic Theory*, 93(2), 260-276.
- Campello, M., Gao, J., Qiu, J., & Zhang, Y. (2018). Bankruptcy and the cost of organized labor: Evidence from union elections. *The Review of Financial Studies*, 31(3), 980-1013.
- Carapeto, M. (1999). *Does debtor-in-possession add value?* (IFA Working Paper No. 294-1999). Retrieved from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=161428](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=161428)
- Carvalho, A. G. de (2005). Lei de Falência, acesso ao crédito empresarial e taxas de juros no Brasil. *Revista de Economia Política = Brazilian Journal of Political Economy*, 25(1), 131-153.
- Chakrabarti, R., & Pattison, N. (2019). Auto credit and the 2005 bankruptcy reform: The impact of eliminating cramdowns. *The Review of Financial Studies*, 32(12), 4734-4766.
- Chatterjee, S., Dhillon, U. S., & Ramirez, G. G. (1995). Coercive tender and exchange offers in distressed high-yield debt restructurings: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 38(3), 333-360.
- Chatterjee, S., Dhillon, U. S., & Ramírez, G. G. (1996). Resolution of financial distress: Debt restructurings via chapter 11, prepackaged bankruptcies, and workouts. *Financial Management Association*, 25(1), 5-18.
- Cornelli, F., & Felli, L. (1997). Ex-ante efficiency of bankruptcy procedures. *European Economic Review* 41(3), 475-485.
- Crippa, C. S. de V. (2013). *O Abuso do direito na recuperação judicial* (Dissertação de Mestrado). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC, São Paulo, SP, Brasil. Retrieved from <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/6200>
- Dahiya, S., John, K., Puri, M. & Ramirez, G. (2003). The dynamics of debtor-in-possession financing: Bankruptcy resolution and the role of prior lenders. *Journal of Financial Economics* 69, 259-280.
- Dias, L. A. R. (2012). *Financiamento das empresas em crise* (Dissertação de Mestrado). Faculdade

- de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, SP, Brasil. Retrieved from <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27082013-114525/pt-br.php>
- Eberhart, A. C., Altman, E. I., & Aggarwal, R. (1999). The equity performance of firms emerging from bankruptcy. *Journal of Finance*, 54(5), 1855–1868.
- Fan, H., & Sundaresan, S. M. (2000). Debt valuation, renegotiation, and optimal dividend policy. *Review of Financial Studies*, 13(4), 1057–1099. <https://doi.org/10.1093/rfs/13.4.1057>
- Funchal, B. (2006). *Essays on credit and bankruptcy law* (Tese de Doutorado). Fundação Getúlio Vargas – FGV, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Funchal, B., Clovis, M. (2009). Firm's capital structure and bankruptcy law design. *Journal of Financial Economic Policy*. 1(3), 264-275. doi: 10.1108/17576380911041737.
- Giammarino, R. M. (1989). The resolution of financial distress. *The Review of Financial Studies*, 2(1), 25-47.
- Gilson, S. C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics* 25(2), 241–262.
- Gilson, S. C. (1997). Transactions costs and capital structure choice: Evidence from financially distressed firms. *The Journal of Finance*, 52(1), 161-196.
- Gilson, S. C., Hotchkiss, E. S., & Ruback, R. S. (2000). Valuation of bankrupt firms. *The Review of Financial Studies*, 13(1), 43-74.
- 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., & Vetsuypens, M. R. (1993). CEO compensation in financially distressed firms: An empirical analysis. *Journal of Finance* 48(2), 425–458.
- Hackbarth, D., Haselmann, R., Schoenherr, D. (2015). Financial distress, stock returns, and the 1978 bankruptcy reform act. *Review of Financial Studies*, 28(6), 1810-1847.
- Hackbarth, D., Hennessy, C. A., & Leland, H. E. (2007). Can the tradeoff theory explain debt structure? *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1389-428.
- Haugen, Robert A., & Senbet, L. W. (1978). The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. *Journal of Finance*, 33(2), 383–392.
- Haugen, Robert A., & Senbet, L. W. (1988). Bankruptcy and agency costs: Their significance to the theory of optimal capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), 27-38.
- Hege, U., & Mella-Barral, P. (2005). Repeated dilution of diffusely held debt. *The Journal of Business*, 78(3), 737-786.
- Hotchkiss, E. S. (1995). Postbankruptcy performance and management turnover. *The Journal of Finance*, 50(1), 3-21.
- Hotchkiss, E. S., John, K., Mooradian, R. M., & Thorburn K. S. (2008). Bankruptcy and the resolution of financial distress. In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of Empirical Corporate Finance* (Vol. 2, Chap.14, pp. 235-287). North Holland: Elsevier.
- Ivashina, V., Iverson, B., Smith, D.C. (2016). The ownership and trading of debt claims in chapter 11 restructurings. *Journal of Financial Economics*, 119(2), 316–335.
- Jensen, M. C. (1989). Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2(1), 35–44.
- Jupetipe, F. K. N., Martins, E., Mário, P. do C., & Carvalho, L. N. G. de (2017). Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, 13(1), 20-48.

- Kalay, A., Sighal, R., & Tashjian, E. (2007). Is Chapter 11 costly? *Journal of Financial Economics*, 84(3), 772-796.
- Kim, E. H. (1978). A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *The Journal of Finance*, 33(1), 45-64.
- Kordana, K. A., & Posner, E. (1999). A positive theory of chapter 11. *New York University Law Review*, 74(1), 161-234.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Kruse, T. A. (2002). Asset liquidity and determinants of asset sales by poorly performing firms. *Financial Management*, 31(4), 107-129.
- Leland, H. E. (1994). Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 49(4), 1213-1252.
- LoPucki, L. M. (2003). The nature of the bankrupt firm: A response to Baird and Rasmussen's the end of bankruptcy. *Stanford Law Review*, 56(3), 645-671.
- Liu, Z. J. (2015). Cross-Country study on the determinants of bank financial distress. *RAE: Revista de Administração*, 55(5), 593-603.
- LoPucki, L. M., & Whitford, W. C. (1993). Patterns in bankruptcy reorganization of large, publicly held companies. *Cornell Law Review*, 78(4), 597 - 618.
- Kirschbaum, D. (2009). *A recuperação judicial no Brasil: Governança, financiamento extraconcursal e votação do plano* (Tese de Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, SP, Brasil. Retrieved from <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-03062011-104905/pt-br.php>
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (1998). Asset efficiency and reallocation decisions of bankrupt firms. *Journal of Finance* 53(5), 1495-1532.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1991). The economics of pre-packaged bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance* 4(2), 93-98.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Monteiro, R. S., & Teixeira, M. L. M. (2009). O Papel da confiança na concessão de crédito para empresas em recuperação. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(1), 1678-6971.
- Mooradian, R. M. (1994). The effect of bankruptcy protection on investment: Chapter 11 as a screening device. *Journal of Finance*, 49(4), 1403-1430.
- Moro, S., Jr. (2011). *A Contabilidade nos processos de recuperação judicial: Análise na comarca de São Paulo* (Dissertação de Mestrado). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo, SP, Brasil.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Noe, T. H., & Rebello, M. J. (2003). Reputation and the market for distressed-firm debt. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 38(3), 503-521.
- Ofek, E. (1993). Capital structure and firm response to poor performance. *Journal of Financial Economics*, 34(1), 3-30.
- Paiva, L. F. V. (Coord.). (2005). *Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin.
- Penati, A., & Zingales, L. (1997). *Efficiency and distribution in financial restructuring: The case of Ferruzzi Group* (CRSP Working Paper No. 466). Retrieved from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=224439](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=224439)

- Perez, M. M. (2008). *Uma contribuição ao estudo do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, SP, Brasil. Retrieved from <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02092008-155403/pt-br.php>
- Pulvino, T. C. (1998). Do asset fire-sales exist? An empirical investigation of commercial aircraft transactions. *Journal of Finance* 53(3), 939-978.
- Pulvino, T. C. (1999). Effects of bankruptcy court protection on asset sales. *Journal of Financial Economics*, 52(2), 151-186.
- Roe, M. J. (1983). Bankruptcy and debt: A new model for corporate reorganization. *Columbia Law Review*, 83(3), 527-602.
- Schwartz, A. (1998). A contract theory approach to business bankruptcy. *Yale Law Journal*, 107(6), 1806-51.
- Scott, J. H., Jr. (1976). A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics*, 7(1), 33-54.
- Senbet, L. W., & Wang, T. Y. (2010). Corporate financial distress and bankruptcy: A survey. *Foundations and Trends in Finance* 5(4), 243-335. doi:10.1561/05000000009.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366.
- Sica, L. P. P. (2009). *Recuperação extrajudicial de empresas: Desenvolvimento do direito de recuperação de empresas brasileiro* (Tese de Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- 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., & Gallucci, H., Neto (2018). Pedidos de recuperação judicial no Brasil: Uma explicação com variáveis econômicas. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(3), 429-454.
- Tashjian, E., Lease, R. C., & McConnell, J., J. (1996). Prepacks: An empirical analysis of prepackaged bankruptcies. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 135-162.
- Thadden, E.-L. von, Berglof, E., & Roland, G. (2010). The design of corporate debt structure and bankruptcy. *Review of Financial Studies*, 23(7), 2648-2679.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *The Journal of Finance* 32(2), 337-347.
- Weiss, L. A., & Wruck, K. H. (1998). Information problems, conflicts of interest, and asset stripping: Chapter 11's failure in the case of Eastern Airlines. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 55-97.
- White, M. J. (1994). Corporate bankruptcy as a filtering device: Chapter 11 reorganizations and out-of-court debt restructurings. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 10(2), 268-295.
- Winton, A. (1995). Costly state verification and multiple investors: The role of seniority. *Review of Financial Studies*, 8(1), 91-123.
- Yost, K. E. (2002, September). *The choice among traditional Chapter 11, prepackaged bankruptcy and out-of-court restructuring*. [Working paper]. School of Business University of Wisconsin, Madison. Retrieved from [http://www.textbiz.org/projects/defaultprediction/yost\\_paper.pdf](http://www.textbiz.org/projects/defaultprediction/yost_paper.pdf)

**Autores:**

**1. Vinicius Augusto Brunassi Silva**, Doutor em Administração de Empresas (Finanças), FGV, São Paulo, Brasil. E-mail: [vinicius.brunassi@fecap.br](mailto:vinicius.brunassi@fecap.br)

ORCID

 0000-0002-1299-321X

**2. Richard Saito**, PhD em Sistemas Econômicos de Engenharia, Universidade Stanford, Califórnia, EUA. E-mail: [rsaito@finenge.com](mailto:rsaito@finenge.com)

ORCID

 0000-0002-9512-9071

**Contribuição dos autores**

Contribuição	Vinicius Brunassi	Richard Saito
1. Definição do problema de pesquisa	√	√
2. Desenvolvimento das hipóteses ou questões de pesquisa (trabalhos empíricos)	√	√
3. Desenvolvimento das proposições teóricas (ensaios teóricos)	√	√
4. Fundamentação teórica/Revisão de literatura	√	√
5. Definição dos procedimentos metodológicos	√	√
6. Coleta de dados	√	√
7. Análise estatística		
8. Análise e interpretação dos dados		
9. Revisão crítica do manuscrito		
10. Redação do manuscrito		
11. Outra (especificar)		