

A NOVA LEI DE FALÊNCIAS BRASILEIRA: PRIMEIROS IMPACTOS

Bruno Funchal
FUCAPE Business School

Aloisio Araujo
EPGE e IMPA

Resumo

O objetivo deste artigo é analisar os primeiros efeitos da Nova Lei de Falências Brasileira, medindo seu impacto sobre o número de falências e recuperações judiciais e sobre o acesso ao crédito pelas firmas. Fazendo uso de modelos econométricos, encontramos que a quantidade de falências (pedidos e decretos) sofreu um impacto forte e imediato, reduzindo de forma significativa, assim como número de pedidos de recuperações judiciais. Por outro lado, a quantidade de recuperações judiciais não sofreu nenhuma mudança significativa. Finalmente, usando microdados de balanços contábeis de firmas, encontramos uma redução no custo do crédito, um aumento no nível de crédito, e adicionalmente evidenciamos que esse efeito é mais forte para firmas de menor porte.

Palavras-chave: crédito, bancarrota, lei.

Abstract

The goal of this paper is to analyze the premiere effects of the New Brazilian Bankruptcy Law, measuring its impact over the amount of bankruptcies and judicial reorganizations, and the firms' access to credit. Making use of econometric models we find that the amount of bankruptcies (requested and decreed) suffered a strong and immediate impact, reducing it in a significant way as well as the judicial reorganizations. Finally, using firms' balance sheet microdata, we find a reduction in the cost of credit, an increase in the level of credit, and additionally we evidence that this effect is stronger for smaller firms.

Key words: credit, bankruptcy, law.

Códigos JEL: E44, G33, K00.

Área 7 da ANPEC: Microeconomia, Métodos Quantitativos e Finanças.

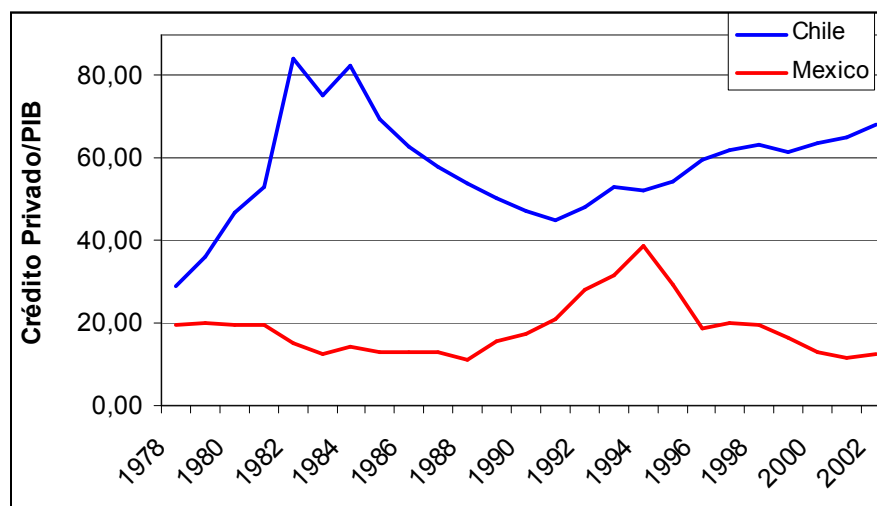
1 Introdução

No dia 9 de junho de 2005 a nova legislação que regula o processo falimentar brasileiro foi implementado. A Lei N^o.11101/05 tinha por principal objetivo modernizar processo de insolvência brasileiro, que não se fazia mais compatível com a dinâmica econômica atual, tampouco atendia os anseios inerentes a uma legislação falimentar contemporânea.

O presente artigo visa estimar e analisar os primeiros efeitos da nova lei de falências sobre o ambiente econômico, mais especificamente sobre o número de falências decretadas e requeridas, sobre o número de pedidos de recuperação judicial e também sobre o acesso ao crédito das firmas brasileiras em termos de taxas de juros e volume de crédito de curto e longo prazo. Para isso avaliamos empiricamente o comportamento das variáveis de interesse no período pré- e pós-implementação da nova lei. Como resultado, encontramos uma queda no número de falências (decretadas e requeridas) e no número de recuperações/concordatas pedidas. Em relação ao acesso ao crédito das firmas nacionais ficou evidenciada uma redução nas taxas de juros cobradas assim como uma expansão do crédito tanto de longo prazo quanto de curto prazo, além disso, verificamos que esse aumento do crédito é mais forte para as firmas menores.

Observa-se que desde a década passada, muitos países latino-americanos assim como o Brasil, vêm passando por uma onda de reformas, melhorando seus sistemas de insolvência e que muitos outros países da região estão começando a seguir este mesmo caminho. A reforma brasileira que começou a ser discutida em 1993, foi finalmente concretizada em 2005. A grave crise econômica vivida pela América Latina no início dos anos 80 serviu para alertar que muitos países da região precisavam reformar seus sistemas falimentares. O Chile foi o primeiro país a reformar seu sistema, no início dos anos 80. A nova lei definiu claramente os direitos de cada credor e substituiu os administradores públicos do processo por privados. A primeira mudança serviu para melhorar a provisão de retorno dos credores nos cenários de insolvência das firmas, a segunda mudança diminuiu a burocracia, os custos e o tempo do processo falimentar. A reforma trouxe como consequência a redução do custo do crédito, o aumento dos investimentos e da eficiência econômica, impulsionando um aumento na razão crédito/PIB e o crescimento do país. Utilizando a crise da década de 80 como um experimento natural, Bergoing et al (2002) investigaram os motivos que diferenciaram as recuperações pós-crise vivida pelas economias mexicana e chilena. Um importante fator explicativo para tal fato referia-se a qualidade de suas legislações falimentares. Diferentemente do Chile que acabara de reformar sua legislação, no México ainda vigorava uma lei de falências obsoleta e de difícil uso feita em 1943. Os autores concluem que apesar das muitas semelhanças nas condições iniciais das duas economias, como apreciação da taxa de câmbio real, grandes déficits em conta-corrente, inflação e fragilidade do setor bancário, a reforma nos procedimentos de bancarrota feita pelo Chile teve efeito tanto no incentivo à acumulação de capital quanto na eficiência alocativa do capital. Ambos os efeitos são cruciais para explicar que a diferença nas trajetórias de recuperação foi principalmente devido a reforma na lei de falências chilena (ver figura 1).

Figura 1: Trajetórias da razão Crédito Privado/PIB

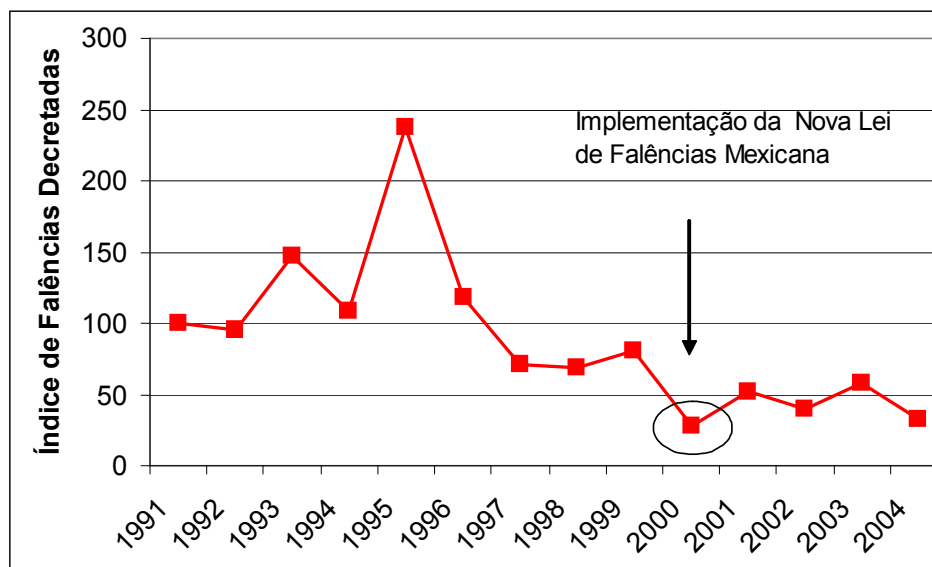


Fonte: WDI 2004

Uma reforma anterior à Brasileira de muita importância para a região Latino-Americana foi a Mexicana. A antiga lei, de 1943, provou ser insuficiente em responder efetivamente aos problemas gerados pela crise econômica de 1994, e, portanto, a partir de então, *policymakers* começaram a considerar uma nova lei. Esta, implementada em maio de 2000, foi desenhada com o objetivo de promover a recuperação para firmas devedoras como uma alternativa para os negócios economicamente viáveis que passavam por problemas de liquidez, juntamente com uma liquidação organizada dos ativos de firmas inviáveis se isso fosse necessário. Porém, apesar da nova lei parecer ter como objetivo favorecer a reestruturação de firmas, uma leitura cuidadosa revela que a reforma tem como principal questão fortalecer os direitos dos credores e melhorar a alocação dos ativos da firma, sendo o processo de liquidação e de reorganização secundários. Como resultado imediato foi observado uma queda significativa no número de falências, reduzindo-o em quase dois terços. Note pela figura 2 que está estabelecido um novo patamar para o número de falências decretadas, bem menor do que o anterior.

O restante do artigo está organizado da seguinte forma: a seção 2 começa descrevendo as principais mudanças ocorridas na nova lei; a seção 3 apresenta os principais resultados empíricos sobre falências decretadas, requeridas e concordatas requeridas; a seção 4 destina-se à análise dos efeitos da nova lei no crédito ao nível da firma, tanto de forma teórica quanto empírica; finalmente, a seção 5 conclui.

Figura 2: Trajetórias do número de falências (1991 = base 100)



Fonte: Araujo e Funchal (2005)

2 A Nova Lei de Falências

A antiga legislação falimentar brasileira era fragmentada em demasia, tendo o seu núcleo sido aprovado em 1945. A antiga lei regulava tanto os procedimentos de liquidação (falência), quanto a reorganização (concordata) das firmas comerciais.

Apesar de prover ambos os procedimentos e de desejar prevenir ou evitar a liquidação das firmas, na prática o antigo processo de insolvência provou ser inoperante tanto no que diz respeito à maximização do valor dos ativos quanto na proteção dos direitos dos credores em caso de liquidação. Além disso, demonstrou ser falho em reabilitar empresas economicamente viáveis que estariam passando por dificuldades financeiras.

No Brasil, o antigo processo de insolvência era muito demorado, levando em média dez anos para ter todo o procedimento concluído, sendo o mais lento do mundo, muito maior do que a média da América Latina de 3 anos e 7 meses.

A liquidação era marcada por severas ineficiências e o processo de reorganização se mostrava obsoleto e excessivamente rígido, eliminando a possibilidade de prover uma opção de reabilitação significativa para os negócios modernos.

A falta de transparência e o até então chamado “problema da sucessão”, i.é., a transferência de obrigações, como fiscais e trabalhistas, aos compradores da propriedade vendida em liquidação, deterioravam o valor de mercado dos ativos de uma firma insolvente. Ademais, a preferência dada pela lei de falências às demandas trabalhistas e fiscais tinha efeito prático na eliminação de qualquer proteção à outros tipos de credores. As dificuldades intrínsecas à esse procedimento geravam um uso informal do sistema, promovendo acordos consensuais extrajudiciais. Porém, a falta de um suporte legal à essas negociações atrapalhavam esse tipo de acordo.

Desta forma, de acordo com as características do antigo sistema legal brasileiro no que concerne à insolvência, é possível enumerarmos suas principais falhas:

1. direito dos credores são fracamente protegidos devido principalmente à preferência dada

aos direitos trabalhistas e fiscais;

2. incentivos distorcidos e falta de mecanismos efetivos para apoiar a reestruturação corporativa resultam em altas taxas de fechamento de firmas potencialmente viáveis;
3. problema da sucessão reduzia o valor da firma falida;
4. alto custo e tempo excessivo gasto no fechamento de firmas economicamente inviáveis.

A nova lei melhora a legislação falimentar existente integrando o sistema de insolvência com os amplos sistemas legais e comerciais do país, proporcionando uma opção de reorganização judicial e extrajudicial, além de prover um razoável balanço entre liquidação e reorganização. Tal mudança enriquece significativamente o sistema legal de insolvência, possibilitando: a conversão da recuperação em liquidação; o requerimento do devedor para reabilitação durante o processo de liquidação imposto à ele; e a introdução de um novo procedimento de reorganização extrajudicial para planos de reestruturação pré-acordados. Além disso, a nova lei impõe uma nova exigência para o pedido de falência do devedor: não pagar, no vencimento, obrigação líquida materializada em título ou títulos executivos protestados cuja soma ultrapasse o equivalente a 40 (quarenta) salários-mínimos na data do pedido.

No que diz respeito ao processo de liquidação uma série de mudanças foram implementadas. Dentre as principais mudanças estão: primeiro, a limitação do crédito trabalhista a 150 salários-mínimos; segundo, prioridade do crédito segurado acima do FISCO; terceiro, crédito não-segurado acima de alguns créditos fiscais; quarto, as firmas serão vendidas preferencialmente como um todo (se não for possível tenta-se a venda em blocos), vindo posteriormente a formação da lista dos credores, de forma a aumentar a velocidade do processo e o valor da firma nos estados de bancarrota; quinto, o fim do problema de sucessão, agora as alienações serão feitas em hasta pública onde o novo comprador fica livre da sucessão das obrigações do devedor; e sexto, todo novo crédito fornecido durante o período de reorganização será prioritário em caso de liquidação.

Note que as três primeiras mudanças citadas acima aumentam o nível de proteção dos credores, gerando efeitos positivos sobre o custo do crédito para as firmas que estão no mercado, além de expandir o volume de crédito concedido. A mudança de prioridade dos credores segurados que passam a frente do FISCO e de parte dos créditos trabalhistas tendem a ter um forte impacto sobre o mercado de crédito. A antiga ordem de prioridades gerava severas ineficiências. Com a prioridade do FISCO, credores tendiam a reduzir ainda mais o crédito para firmas que apresentam algum sinal de dificuldades financeiras, dado que a taxa de recuperação da dívida era muito baixa. Com isso, tais firmas então se financiavam com o atraso no pagamento dos impostos, e como estes têm prioridade sobre os credores, o aumento da dívida fiscal assustava ainda mais os credores e assim por diante, colapsando o crédito para muitas firmas com problemas financeiros e conseqüentemente dificultando sua sobrevivência. Além disso, devido à baixa expectativa de recuperação de dívida por parte dos credores, as taxas cobradas pelos empréstimos às firmas que estão começando negócios tendem a ser mais caras de forma a incorporar tal prêmio de risco. A prioridade ilimitada dada às dívidas trabalhistas abria espaço para possibilidades de fraudes por parte dos donos, gerentes e diretores da firma que criavam mecanismos de forma a receber como trabalhadores grandes somas – através de parentes ou amigos –, prejudicando o recebimento dos próprios empregados e dos credores com prioridades subseqüentes.

Com isso, a taxa de recuperação da dívida por parte dos credores segurados era próxima de zero, o que gerava dois graves problemas: primeiro, reduzia o incentivo ao monitoramento do processo de falência, tornando-o menos eficiente e susceptível a fraudes; segundo aumentava o custo do empréstimo para as firmas em geral. A terceira e a quarta mudança fazem o valor das firmas nos estados de bancarrota aumentar, assim, quanto mais os credores esperam receber nos estados de insolvência, menor a quantia estes irão requerer da firma nos estados de solvência, reduzindo o custo do crédito. A sexta mudança é importante para reduzir custos indiretos que podem existir num processo de reorganização, onde os parceiros da firma insolvente poderiam ficar mais relutantes em fazer negócios ou demandar termos mais favoráveis. Esse fator faz aumentar tanto o retorno do credor em caso de insolvência, quanto a chance de sucesso da reestruturação¹.

O novo processo de recuperação de empresas (a reorganização) foi inspirado no Capítulo 11 da Lei de Falências Americana². Diferentemente do procedimento antigo chamado de “concordata”, onde não se permitia qualquer negociação entre as partes interessadas, agora os gerentes fazem uma ampla proposta de recuperação que deve ser aceito por cada uma das classes de credores. Os credores, agora com um papel mais relevante no processo, terão que negociar e votar a favor de um plano de reorganização. De forma a aumentar as chances de sucesso na recuperação das empresas insolventes, duas novidades foram introduzidas pela nova lei. A primeira é a aplicação por 180 dias do chamado “automatic stay”, no qual credores não podem tomar qualquer bem da firma, até mesmo aqueles dados como colateral, a fim de não atrapalhar o funcionamento das atividades da firma. A segunda está relacionada à obtenção de novos créditos por parte da firma que está se reorganizando. Créditos concedidos pós-bancarrota passam a ter prioridade se ocorrer a liquidação da firma, incentivando os novos credores a fazer novos empréstimos a termos mais favoráveis, reduzindo desta forma os custos indiretos originados pela situação de insolvência.

Essas mudanças facilitam o processo de recuperação e permitem que mais firmas economicamente eficientes se reabilitem, aprimorando o balanceamento entre liquidação e reorganização. Tal balanceamento entre ambos os procedimentos de insolvência possibilita uma alocação mais eficiente dos fatores de produção, tanto através do salvamento das firmas economicamente eficientes que passam por dificuldades financeiras, como pela transferência dos ativos das firmas economicamente ineficientes (através de sua liquidação) para firmas mais eficientes.

Houve também a criação de um processo de reorganização extrajudicial, o que é de suma importância para o Brasil, uma vez que poupa as firmas dos altos incorridos na corte. Nesse tipo de procedimento, a maioria impõe a decisão pré-acordada à minoria. A renegociação privada entre os grupos de credores e devedores evitam diversas perdas (como reputação) durante a reabilitação da firma, que seria observada em caso de uma renegociação aberta.

3 Primeiros Resultados da Nova Lei: Falências e Recuperações Judiciais

Nesta seção serão discutidas as primeiras conseqüências da nova lei. Primeiramente, será discutido o efeito direto da nova lei o número de falências e de recuperações judiciais, para então

¹Para mais detalhes, ver Araujo e Funchal (2005)

²Bebchuk e Chang (1992) seminalmente explicam o funcionamento deste procedimento utilizando modelo de barganha.

finalmente passarmos aos efeitos indiretos que a lei provocaria sobre o mercado de crédito nacional.

Os dados relativos ao número de falências e recuperações em nível nacional têm como fonte o SERASA do período de janeiro de 2002 à novembro de 2006 (59 observações). Como a série de tempo disponível pelo SERASA é muito curta, decidimos utilizar também a dados para São Paulo Capital³ de janeiro de 1995 à novembro de 2006 (143 observações) disponibilizados pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP/IEGV).

Para mensurar o impacto da Nova Lei de Falências estimamos uma regressão linear (equação 1) onde a variável dependente serão as variáveis acima citadas e a principal variável independente é uma dummy (*dlei*) que tem valores zero para o período antes da lei e 1 para o período após a lei.

$$y_t = \alpha + \Gamma X_t + \gamma dlei + \varepsilon_t \quad (1)$$

Os controles utilizados que estão representados na equação por X_t são: PIB dessazonalizado, taxa de juros, taxa de câmbio e o IGP-M⁴.

3.1 Falências Decretadas

A figura 3 ilustra a evolução do número de falências decretadas no país. Note que o patamar do número de quebras antes da implementação da Nova Lei de Falências era alto e constante, apesar de instável. Com a nova lei, uma tendência de queda foi verificada passando de uma média de 318 quebras no período dos 12 meses anteriores à implementação da nova lei para uma média de 181, o que significa uma redução de aproximadamente 43%. Em São Paulo Capital o comportamento foi bastante parecido, onde foi observada uma redução de mais de 37%.

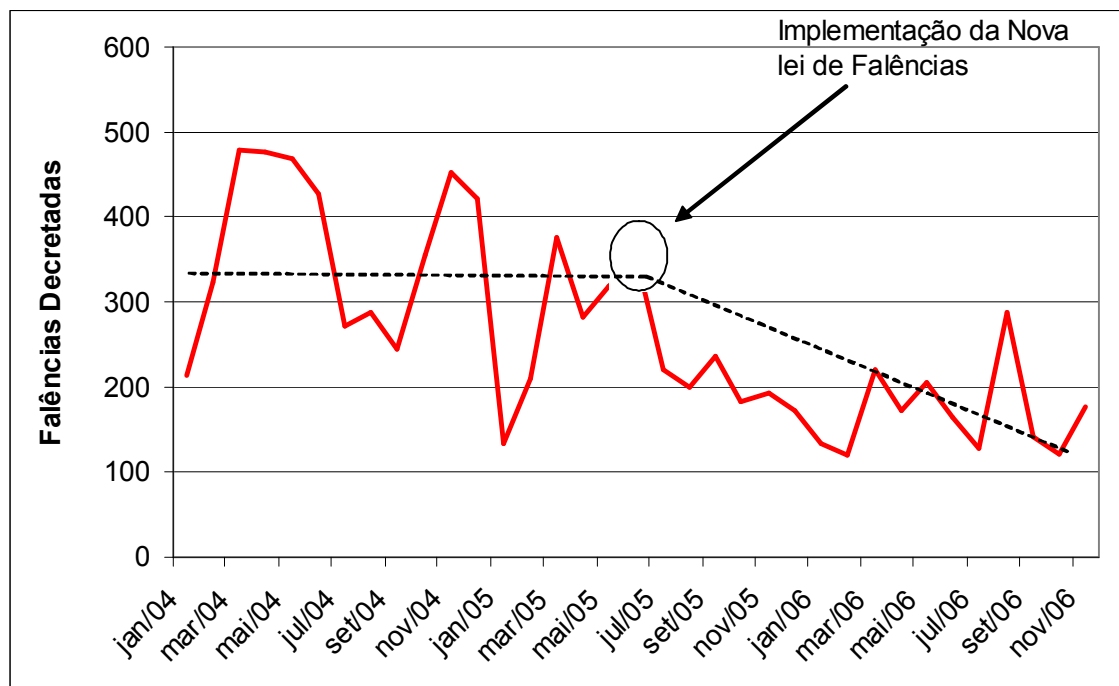
Para estimar o impacto da Nova Lei de Falências sobre o número de falências decretadas utilizamos a forma reduzida representada pela equação 1, onde a variável dependente é o número dessazonalizados de falências decretadas no país em São Paulo Capital. A coluna 1 reporta o resultado para a amostra de nível nacional. O resultado – significativo ao nível de 5% – indica que a nova lei proporcionou uma queda de mais de 54 falências por mês (648 no ano), o que significa uma redução média de aproximadamente 17% em relação ao período de junho de 2004 à junho de 2005. Da queda total do número de falências, pode-se dizer que aproximadamente 39% (54 de uma redução total de 137) foi devido à nova lei, e o restante aos outros fatores inerentes à economia, como por exemplo seu aquecimento. A coluna 3, que reporta o resultado para São Paulo Capital, indica que a nova lei reduziu em 27 o número de falências decretadas, também ao nível de significância de 10%. Neste caso, a redução média foi de aproximadamente 55% em relação ao período de junho de 2004 à junho de 2005.

³A maior parte dos casos se concentra em São Paulo Capital.

⁴Fonte: www.ipeadata.gov.br.

Dados de desemprego a partir de outubro de 2001.

Figura 3: Número de falências decretadas



Fonte: SERASA

Três fatores podem explicar tal redução no número de falências: primeiro, a regulamentação dos acordos extrajudiciais permite que firmas se reestruturem, evitando suas quebras; segundo, o espírito da nova lei de salvar empresas economicamente viáveis foi rapidamente captado pelos juízes; e terceiro, o aumento do custo da falência para os devedores implica numa maior disposição para acordo com os credores, como por exemplo depósito feito pelos devedores mesmo depois da falência requerida.

Tabela 1: Regressão de Mínimos Quadrados: Falências Decretadas

Variável Independente	País		São Paulo Capital	
	Coefficientes	Estatística t	Coefficientes	Estatística t
Constante	231.42 ^c	1.92	236.95 ^a	15.66
d_Lei	-54.25 ^c	-1.83	-26.90 ^a	-2.57
PIB	-2.39 ^a	-4.38	-0.55	-3.13
Taxa de juros (SELIC)	22.65	0.49	-25.74 ^a	-4.93
Inflação (IGP-M)	-49.04 ^a	-3.25	5.95 ^c	1.78
Taxa de cambio	170.75 ^a	4.22	-23.07 ^a	-3.19
Observações	59		143	
R-quadrado	0.75		0.56	

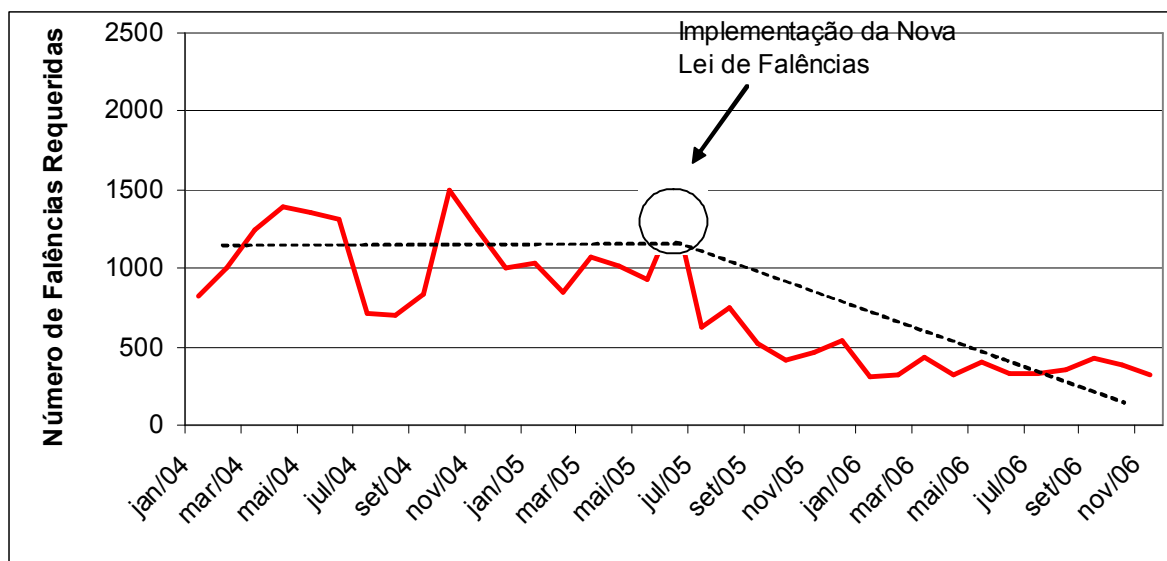
Nota: a=significativo à 1%; b= significativo à 5%; c= significativo à 10%.

Erros padrões e covariância robustos à heterocedascidade e à correlação serial.

3.2 Falências Requeridas

Analisando os dados sobre falências requeridas, a figura 4 ilustra sua evolução no país desde janeiro de 2004 à novembro de 2006. Note que, assim como o número de quebras, o patamar do número de pedidos antes da implementação da Nova Lei de Falências era alto e constante, apesar de instável. Com a nova lei, uma tendência de queda foi verificada passando de uma média de 1040 pedidos no período dos 12 meses anteriores à implementação da nova lei para uma média de 423, o que significa uma redução de aproximadamente 59%. Em São Paulo Capital o efeito foi semelhante, com uma redução de mais de 36%.

Figura 4: Número de falências requeridas



Fonte: SERASA

Estimamos o impacto da Nova Lei de Falências sobre o número de falências requeridas da mesma forma feita anteriormente, utilizando a forma reduzida representada pela equação 1, onde a variável dependente é o número dessazonalizados de falências requeridas no país em São Paulo Capital. As colunas 1 e 3 indicam uma redução de 312 e 260 falências decretadas no Brasil e em São Paulo respectivamente, originados pela implementação da nova lei, ambos significativos ao nível de 1%. Para o Brasil, estes números representam uma redução média de 30% no número de pedidos de falências em relação ao período de junho de 2004 à junho de 2005. A redução média em São Paulo foi ainda maior, chegando aos 79%. Da queda total do número de falências, pode-se dizer que aproximadamente 73% da redução no Brasil foi devido à nova lei, e o restante aos outros fatores inerentes à economia.

Os fatores explicativos para essa redução são: primeiro, a nova exigência legal para a quebra do devedor que é não pagar, no vencimento, obrigações líquidas materializadas em títulos ou títulos executivos protestados cuja soma ultrapasse o equivalente a 40 (quarenta) salários-mínimos na data do pedido; segundo, espírito da nova lei de salvar empresas economicamente viáveis foi rapidamente captado pelos juízes, incentivando pedidos de recuperação e reduzindo os de falência; e terceiro, a regulamentação dos acordos extrajudiciais permite que firmas se reestruturem, reduzindo a necessidade de requerer a falência.

Tabela 2: Regressão de Mínimos Quadrados: Falências Requeridas

Variável Independente	País		São Paulo Capital	
	Coefficientes	Estatística t	Coefficientes	Estatística t
Constante	1000.89 ^a	2.58	1311.17 ^a	6.17
d_Lei	-312.22 ^a	-3.40	-260.21 ^a	-4.00
PIB	-9.27 ^a	-5.43	-4.0716 ^a	-3.35
Taxa de juros (SELIC)	367.28 ^a	3.12	-10.76	-0.14
Inflação (IGP-M)	-43.22	-1.23	7.76	0.33
Taxa de cambio	380.88 ^a	3.37	-123.16 ^b	-1.98
Observações	59		143	
R-quadrado	0.89		0.7	

Nota: a=significativo à 1%; b= significativo à 5%; c= significativo à 10%.

Erros padrões e covariância robustos à heterocedascidade e à correlação serial.

Porém, como podemos observar pela figura 4, houve um aumento visível no número de requerimentos de falência no mês exato da implementação desta. A explicação para tal fato é que agentes reagiram estrategicamente às novas mudanças e, portanto, nos dias que antecederam o início da validade da nova lei anteciparam pedidos que seriam possivelmente feitos em meses posteriores. Um exemplo de incentivo à antecipação no pedido de falências é a nova exigência legal para a quebra do devedor que é não pagar obrigações que ultrapassem 40 salários-mínimos na data do pedido. Essa novidade possivelmente estimulou muitos credores – com valores a receber abaixo do determinado – a requererem a falência de seus devedores e isso de certa forma influe no resultado empírico, subestimando-o. Para testar se tal ação estratégica teve um efeito realmente significativo, faremos um *teste de placebo*, que nada mais é do que reestimar a equação (1) adicionando a variável $dlei(-1)$, i.é., a variável que representa a implementação da nova lei defasada de um período. A nova equação a ser estimada é então:

$$y_t = \alpha + \Gamma X_t + \gamma_1 dlei + \gamma_2 dlei(-1) + \varepsilon_t. \quad (2)$$

Os resultados reportados pela tabela 3 indicam a existência de ações estratégicas ao nível de 1% para a amostra nacional. A antecipação teria gerado um aumento de 340 pedidos de falência, porém o efeito líquido, considerando as duas variáveis referentes a lei, continua negativo indicando uma queda de 258 nos pedidos de falência. O mesmo resultado não foi encontrado para São Paulo Capital, sendo não significativa a ação estratégica dos agentes.

Tabela 3: Teste de Placebo (MQO): Falências Requeridas

Variável Independente	País		São Paulo Capital	
	Coefficientes	Estatística t	Coefficientes	Estatística t
Constante	1054.12 ^a	2.77	1298.33 ^a	6.01
d_Lei	-598.04 ^a	-3.30	-208.47 ^a	-6.42
d_Lei(-1)	340.52 ^c	1.81	-68.46	-1.09
PIB	-10.08 ^a	-5.83	-3.83 ^a	-2.78
Taxa de juros (SELIC)	323.64 ^a	2.75	-9.17	-0.12
Inflação (IGP-M)	-47.23	-1.37	7.54	0.32
Taxa de cambio	420.84 ^a	3.73	-129.31 ^b	-1.99
Observações	59		143	
R-quadrado	0.89		0.69	

Nota: a=significativo à 1%; b= significativo à 5%; c= significativo à 10%.

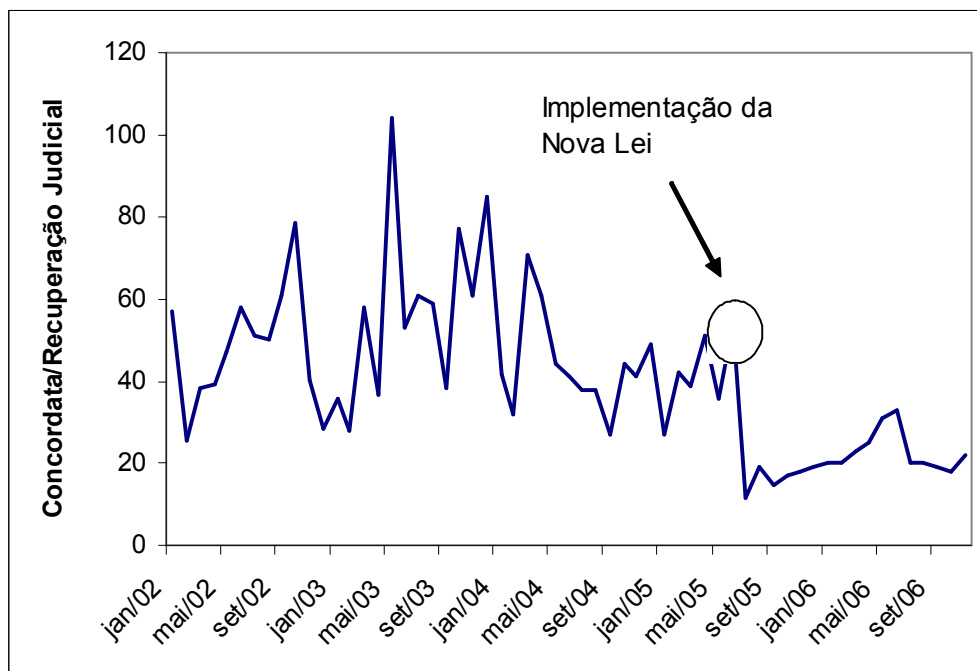
Erros padrões e covariância robustos à heterocedasticidade e à correlação serial.

3.3 Concordata e Recuperações Judiciais

Analisando os dados sobre concordatas/recuperações judiciais requeridas no Brasil em São Paulo, a figura 5 ilustra sua evolução no país desde janeiro de 2002 à novembro de 2006. Note que o número de pedidos depois da implementação da Nova Lei de Falências não foi visivelmente alterado. A média mensal de pedidos no período dos 12 meses anteriores à implementação da nova lei era de 40 passando para 24 no período após sua implementação.

Estimamos o impacto da Nova Lei de Falências sobre o número de concordatas/recuperações judiciais requeridas da mesma forma feita anteriormente, utilizando a forma reduzida representada pela equação 1, onde a variável dependente é o número dessazonalizados de concordatas/recuperações requeridas em São Paulo Capital. A tabela 4 indica a influência da nova lei no número de pedidos de recuperação judicial. O efeito foi significativo ao nível de 5% para pedidos de recuperação em todo o Brasil, indicando que a lei trouxe uma redução média de 12 pedidos de recuperação por mês. Isso significa que a nova lei contribuiu com uma redução média de 30% no número de requerimentos de recuperação judicial. Ao contrário do que foi verificado para o Brasil, em São Paulo não se encontra um efeito significativo da nova lei, não se diferenciando muito do número de pedidos de concordata no período pré-nova lei.

Figura 5: Número de recuperações judiciais requeridas



Fonte: IEGV/ACSP

Os fatores explicativos para esse resultado são: primeiro, a maior participação dos credores tende a coibir pedidos desnecessários de recuperação devido ao risco de ser decretada a falência da empresa em caso de rejeição do plano de recuperação; segundo, incertezas em relação ao novo procedimento, pois é mais complexo que o anterior; e terceiro, a regulamentação dos acordos extrajudiciais permite que firmas se reestruturem sem os custos judiciais, reduzindo a necessidade recorrer à corte.

Tabela 4: Regressão de MQO: Concordatas/Recup. Judiciais Requeridas

Variável Independente	País		São Paulo Capital	
	Coefficientes	Estatística t	Coefficientes	Estatística t
Constante	25.53	0.95	4.40	1.03
d_Lei	-12.72 ^b	-2.00	0.17	0.09
PIB	-0.18	-1.54	-0.03	-1.09
Taxa de juros (SELIC)	-2.35	-0.29	8.81 ^a	4.38
Inflação (IGP-M)	-5.84 ^b	-2.40	0.12	0.27
Taxa de cambio	19.51 ^b	2.50	-2.48	-1.60
Observações	59		143	
R-quadrado	0.58		0.71	

Nota: a=significativo à 1%; b= significativo à 5%; c= significativo à 10%.

Erros padrões e covariância robustos à heterocedascidade e à correlação serial.

4 Efeitos sobre o Crédito

A importância de uma boa legislação falimentar não está presente apenas quando a firma decreta insolvência, ela também exerce forte influência na taxa de juros, na oferta de crédito às empresas e conseqüentemente em seus investimentos. A relação entre as características do sistema falimentar, e seus efeitos sobre as condições de crédito podem ser explorados através de um simples modelo que será descrito a seguir. Suponha que:

H1- A firma devedora é dirigida pelo gerente/dono.

H2- Mercado de capitais competitivo.

H3- Credores podem prever a média de seus retornos em caso de bancarrota.

H4- Credores e firmas são neutros ao risco.

A hipótese um é feita porque o assunto que queremos tratar não se refere aos problemas de governança corporativa. A hipótese dois é realista. A três quer dizer que credores profissionais têm considerável experiência com bancarrota, e a quatro é mais precisa quando aplicada à bancos e firmas do que a indivíduos.

Suponha uma firma que possui um projeto, necessitando de um investimento I que pode ser obtido externamente. A firma se compromete a pagar aos credores a quantia F . O projeto retorna para a firma um valor v no futuro, onde se $v \geq F$ a firma estará solvente, caso contrário, $v < F$, a firma estará insolvente. Como apenas esses dois resultados interessam para a análise, supomos dois estados da natureza possíveis no futuro: solvência e insolvência.

Os estados de solvência e de insolvência retornam para a firma os valores v_{solv} e v_{ins} respectivamente – onde $v_{solv} \geq F > v_{ins}$ – com probabilidades p_{solv} e $(1 - p_{solv})$. Isso implica que o valor esperado do projeto é $E(v) = p_{solv}v_{solv} + (1 - p_{solv})v_{ins}$, o retorno esperado condicional ao estado de solvência é $E_{solv}(v) = v_{solv}$ e o retorno esperado condicional ao estado de insolvência é $E_{ins}(v) = v_{ins}$.

O custo do processo de insolvência é c . Um sistema falimentar pode então distribuir aos credores de uma firma insolvente no máximo a soma $v_{ins} - c$. Portanto, o pagamento aos credores é de F se a firma está solvente e $v_{ins} - c$ se vai à falência.

Uma vez que o mercado de crédito é competitivo, F é a maior soma que os credores podem demandar a fim de financiar o projeto. É assumido que a taxa de juros livre de risco é igual a zero (a fim de simplificarmos o problema), então a taxa de juros para a firma tomadora de empréstimo é função do risco do projeto e das propriedades do procedimento falimentar que está em vigor.

Credores que emprestam I , deveriam esperar receber I de retorno. Essa expectativa pode ser escrita como:

$$I = p_{solv}F + (1 - p_{solv})(v_{ins} - c);$$

$$F = \frac{I - (1 - p_{solv})(v_{ins} - c)}{p_{solv}} \quad (3)$$

Se o valor esperado que os credores recebem condicional ao estado de insolvência aumenta (i.é, $(v_{ins} - c)$ aumenta), F diminui, reduzindo a taxa de juros cobrada pelos credores. Intuitivamente, quanto mais os credores esperam receber no estado de insolvência, menos os credores irão cobrar da firma nos estados de solvência. A taxa de juros da firma é $r = (F/I) - 1$, sendo crescente em F , que é o valor que é cobrado da firma em caso de solvência.

Dados recentemente publicados pelo *Doing Business* do Banco Mundial apontam uma melhora significativa em indicadores de eficiência da Lei de Falências Brasileira. Foi constatada uma queda acentuada no tempo médio do procedimento de insolvência, que baixou de uma média de 10 anos para 4 anos, se aproximando da média Latino Americana que é de 2,6 anos. Um efeito imediato trazido pela redução do tempo no procedimento de falência foi o aumento significativo da taxa de recuperação dos credores, aumentando em aproximadamente 60 vezes o valor recuperado de uma firma insolvente, saindo de 0,2 centavos recuperados por dólar para 12.1 centavos por dólar.⁵

Com essas informações, é possível prevermos através do modelo teórico que tal aumento na taxa de recuperação dos credores no estados de falência – no modelo determinado por $(v_{ins} - c)$ – se traduzirá numa queda nas taxas de juros cobradas às firmas.

Observe que a nova lei também tende a ter um efeito positivo sobre o volume de crédito destinado às pessoas jurídicas, uma vez que uma redução na taxa de juros aumenta o conjunto de opções de projetos financiáveis. Para analisarmos tal fato, denotemos W como bem-estar social, nesse caso, uma firma deveria empreender-se num projeto que cria valor, i.é.:

$$\begin{aligned} W &= p_{solv}v_{solv} + (1 - p_{solv})(v_{ins} - c) - I \geq 0 \text{ and} \\ W &= p_{solv}E_{solv}(v) + (1 - p_{solv})E_{ins}(v - c) - I \geq 0 . \end{aligned}$$

Sempre existe um valor esperado condicional mínimo para o retorno $E_{solv}(v)$ que faça $W = 0$. Então

$$E_{solv}(v) = \frac{I - (1 - p_{solv})E_{ins}(v - c)}{p_{solv}}, \quad (4)$$

lembrando que $F = [I - (1 - p_{solv})E_{ins}(v - c)]/p_{solv}$ é idêntico ao lado direito de $E_{solv}(v)$. Como (1) resolve para o mínimo pagamento que a firma deve fazer para obter financiamento, e (2) para retorno esperado condicional mínimo socialmente aceito, então seria socialmente eficiente que as firmas realizassem todos os projetos criadores de valor ($W \geq 0$) que os credores desejassem financiar. Com a redução dos juros, e de F por consequência, o retorno esperado condicional mínimo socialmente aceito se reduz, ampliando a gama de projetos a serem financiados. Assim, o aumento do volume de crédito à pessoas jurídicas é também uma consequência natural dos benefícios da nova lei.

4.1 Resultados empíricos

Os microdados utilizados são referentes aos balanços contábeis de um universo de 524 firmas para os anos 1998, 2000, 2002, 2004 e 2006. Foi considerado como crédito da firma financiamentos de curto prazo (terceiros mais fornecedores) e de longo prazo. O custo do crédito foi calculado utilizando o total de gastos com dívida durante o ano de cada firma dividido pela dívida média do mesmo período.⁶ São utilizadas três variáveis distintas para a análise da influência

⁵Ver Araujo e Funchal (2006) para mais detalhes do efeito potencial da eficiência do processo de falência na taxa de recuperação dos credores.

⁶A variável custo do crédito foi *winsorized* 10%. O procedimento winsor é utilizado para tratar de outliers, muito frequente nessa variável.

da nova lei no crédito, são elas: custo do crédito, volume de crédito (de curto e longo prazo) e variação percentual do crédito (de curto e longo prazo). Foi utilizado como grupo de controle a quantidade de ativos e dados macroeconomicos. Os dados foram obtidos na base *Economática* e IPEADATA.⁷

Para estimar o impacto da Nova Lei de Falências sobre as variáveis de crédito às firmas, utilizaremos o medelo de painel com efeito fixo *cross-firms* que pode ser representado pela seguinte forma funcional:

$$y_{it} = \alpha_i + \gamma_1 dlei_t + \gamma_2 (Ativos_{it} \cdot dlei_t) + \Gamma X_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (5)$$

onde as variáveis dependentes a serem analisadas são: o custo do crédito, volume de crédito⁸ e variação percentual do volume de crédito. Esta última serve para capturar o efeito relativo nas firmas que em nível tomavam menos crédito, normalmente as de menor porte. As duas variáveis principais são a dummy da lei de falências (*dlei*) e a interação desta com a variável Ativos a fim de analisar se o efeito foi homogêneo para todas as firmas, independente de seu porte.

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão (5) para a variável dependente custo do crédito. Observe que a reforma teve um impacto significativo na lei, trazendo uma redução média de 22% do custo do crédito para as firmas brasileiras.

Tabela 5: Regressão em Painel com efeito fixo: custo do crédito

A Tabela apresenta o resultado da regressão robusta em painel com efeito fixo cross-section do custo do crédito das firmas na variável LEI DE FALÊNCIAS (*d_Lei*) que é representada pela variável dummy codificada como 1 após 2005 e sua interação com o tamanho das firmas (*Ativos*). Controlamos para variáveis macroeconômicas como Taxa de Câmbio, PIB, Selic e tamanho das firmas. Custo do Crédito foi *winsorized* em 10%.

Painel A: Regressão em Painel com efeito fixo em cross-section: Custo do Crédito

Variável dependente: Custo do Crédito

	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P-Valor
Intercepto	20.780	19.460	0.286
<i>d_Lei</i>	-0.223	0.115	0.050
<i>d_Lei*Ativos</i>	0.002	0.001	0.016
PIB	-4.073	3.873	0.294
SELIC	0.002	0.002	0.253
Taxa de Cambio	-0.104	0.137	0.447
Ativos	-0.004	0.001	0.004

A Tabela 6 reporta os resultados para a variável nível de crédito. Primeiramente, note pelos Paineis A, B e C que a Nova Lei de Falências Brasileira teve um impacto positivo significativo no volume de crédito das firmas brasileiras, tando no agregado quanto para o crédito de longo prazo aumentando em 39% e 79% respectivamente. Porém, observe que o efeito agregado é significativo por conta do crédito de longo prazo, uma vez que este é positivo e significativo, diferentemente do crédito de curto prazo onde seu efeito não foi estatisticamente significativo.

⁷www.ipeadata.gov.br

⁸Uma vez que a distribuição desta variável é *right-skewed*, utilizaremos seu logaritmo natural como variável dependente em nossa especificação.

Tal efeito pode ser explicado pela grande melhora trazida pela lei aos credores segurados, que são os credores de longo prazo. Além disso, note pela variável interativa $d_Lei \cdot Ativos$ que o impacto positivo da nova lei é tão mais forte quanto menor é o tamanho da firma, assim, é possível dizermos que a lei teve um impacto maior nas firmas de menor porte.

Tabela 6: Regressão em Painel com efeito fixo: Nível de Crédito

A Tabela apresenta os resultados das regressões robustas em painel com efeito fixo cross-section do nível de crédito das firmas na variável LEI DE FALÊNCIAS (d_Lei) que é representada pela variável dummy codificada como 1 após 2005 e sua interação com o tamanho das firmas ($Ativos$). Controlamos para variáveis macroeconômicas como Taxa de Câmbio, PIB, Selic e tamanho das firmas. $LNCREDIT$ representa o logaritmo natural do crédito das firmas.

Painel A: Regressão em Painel com efeito fixo em cross-section: Crédito Total

Variável dependente: $LNCREDIT$

	Coeficiente	Erro Padrão	
		Robusto	P-Valor
Intercepto	-50.160	23.580	0.034
d_Lei	0.390	0.139	0.005
$d_Lei \cdot Ativos$	-0.010	0.004	0.020
PIB	12.150	4.690	0.010
SELIC	-0.005	0.002	0.018
Taxa de Cambio	0.568	0.166	0.001
$Ativos$	0.020	0.007	0.004

Painel B: Regressão em Painel com efeito fixo em cross-section: Crédito de Curto Prazo

Variável dependente: $LNCREDIT_CP$

	Coeficiente	Erro Padrão	
		Robusto	P-Valor
Intercepto	-28.740	26.240	0.270
d_Lei	0.179	0.163	0.270
$d_Lei \cdot Ativos$	-0.009	0.004	0.033
PIB	7.750	5.222	0.138
SELIC	-0.003	0.002	0.203
Taxa de Cambio	0.438	0.184	0.017
$Ativos$	0.015	0.006	0.017

Painel C: Regressão em Painel com efeito fixo em cross-section: Crédito de Longo Prazo

Variável dependente: $LNCREDIT_LP$

	Coeficiente	Erro Padrão	
		Robusto	P-Valor
Intercepto	-49.370	39.610	0.213
d_Lei	0.795	0.236	0.001
$d_Lei \cdot Ativos$	-0.013	0.005	0.017
PIB	11.900	7.880	0.131
SELIC	-0.005	0.003	0.137
Taxa de Cambio	0.617	0.279	0.027
$Ativos$	0.029	0.009	0.002

Porém, é importante analisar não apenas o efeito sobre nível de crédito das firmas, mas sua variação ao longo do tempo, uma vez que tal variável é mais sensível ao choque trazido pela reforma da lei de falências, dado que esta é uma variável de fluxo e não de estoque. Na Tabela

7, os Painéis A, B e C reportam os resultados para a variável dependente variação percentual do crédito. Note que agora tanto o crédito de curto prazo quanto o crédito de longo prazo sofrem um impacto positivo e significativo com a implementação da nova lei. Tal resultado pode ser intuitivamente explicado pelo fato de que a lei não só melhora a situação dos credores segurados, como também dos credores não segurados, aumentando sua chance de recebimento em caso de insolvência tanto devido à maior chance de recuperação da firma quanto a sua maior prioridade no caso de falência. Além disso, continua sendo válido a evidência de que o efeito é tanto maior quanto menor é o tamanho da firma.

Tabela 7: Regressão em Painel com efeito fixo: Variação percentual do crédito

A Tabela apresenta os resultados das regressões robustas em painel com efeito fixo cross-section da variação percentual do crédito das firmas (VCREDIT) na variável LEI DE FALÊNCIAS (d_Lei) que é representada pela variável dummy codificada como 1 após 2005 e sua interação com o tamanho das firmas (Ativos). Controlamos para variáveis macroeconômicas como Taxa de Câmbio, Selic e tamanho das firmas. A variável PIB excluída devido à multicolinearidade.

Painel A: Regressão em Painel com efeito fixo em cross-section: Crédito Total

Variável dependente: *VCREDIT*

	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P-Valor
Intercepto	1.135	0.169	0.000
d_Lei	0.735	0.128	0.000
d_Lei*Ativos	-0.011	0.005	0.027
SELIC	-0.001	0.000	0.000
Taxa de Cambio	0.072	0.054	0.188
Ativos	0.022	0.009	0.020

Painel B: Regressão em Painel com efeito fixo em cross-section: Crédito de Curto Prazo

Variável dependente: *VCREDIT_CP*

	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P-Valor
Intercepto	1.300	0.217	0.000
d_Lei	0.756	0.154	0.000
d_Lei*Ativos	-0.010	0.005	0.063
SELIC	-0.001	0.000	0.000
Taxa de Cambio	0.143	0.070	0.042
Ativos	0.019	0.009	0.033

Painel C: Regressão em Painel com efeito fixo em cross-section: Crédito de Longo Prazo

Variável dependente: *VCREDIT_LP*

	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P-Valor
Intercepto	3.012	0.626	0.000
d_Lei	1.609	0.503	0.001
d_Lei*Ativos	-0.022	0.009	0.018
SELIC	-0.002	0.001	0.000
Taxa de Cambio	-0.143	0.191	0.453
Ativos	3.012	0.626	0.000

5 Conclusão

No dia 9 de junho de 2005 a nova legislação que regula o processo falimentar brasileiro foi implementado. A nova lei tinha como objetivos principais reduzir as ineficiências vigentes no antigo processo, que pela sua antiguidade, não se fazia mais compatível com a dinâmica econômica atual, tampouco atendia os anseios inerentes a uma legislação falimentar contemporânea.

Através de testes empíricos foi possível observar o comportamento do número de pedidos e decretos de falências, assim como o número de pedidos de concordata/recuperação judicial. Em relação à falência, foi observada uma forte e estatisticamente significativa tendência de queda tanto em seu requerimento quanto no número de quebras em si, reduzindo-os em 30% e 17% respectivamente, considerando todo território nacional. Em São Paulo Capital esse efeito foi ainda mais forte, gerando uma redução de 79% no número de pedidos de falência e em 55% no número de quebras. Dois fatores comuns a ambos os casos (pedidos e decretos) que explicam tal queda são: primeiro, o espírito da nova lei de salvar empresas economicamente viáveis foi rapidamente captado pelos juízes, incentivando pedidos de recuperação e reduzindo os de falência; e segundo, a regulamentação dos acordos extrajudiciais permite que firmas se reestruturem evitando suas quebras e reduzindo a necessidade de requerer a falência. Adicionando a esses dois fatores a nova exigência legal para a quebra do devedor que é não pagar, no vencimento, obrigações líquidas materializadas em títulos ou títulos executivos protestados cuja soma ultrapasse o equivalente a 40 (quarenta) salários-mínimos na data do pedido, claramente o número de requerimentos de falência seria fortemente e automaticamente afetado pela nova lei, o que explica sua reação mais rápida e intensa à implementação desta. Com relação ao comportamento do número de pedidos de concordata/recuperação judicial, apesar de ser verificada significativamente nenhum efeito em São Paulo, para o Brasil foi constatada uma queda de 30% no número de requerimentos. Isso ocorre porque primeiro, a maior participação dos credores tende a coibir pedidos desnecessários de recuperação devido ao risco de ser decretada a falência da empresa em caso de rejeição do plano de recuperação; segundo, devido à algumas incertezas em relação ao novo procedimento, pois é mais complexo que o anterior; e finalmente porque a regulamentação dos acordos extrajudiciais permite que firmas se reestruturem sem os custos judiciais, reduzindo a necessidade recorrer à corte.

Finalmente, Os efeitos da nova lei de falências também já são sentidos pelas firmas. Utilizando microdados de balanços contábeis das firmas brasileiras podemos verificar empiricamente – através de regressões em painel com efeito fixo – os seguintes resultados: primeiro, foi observada uma queda média de 22% no custo do crédito; segundo, um aumento de 39% no volume de crédito e 79% no volume de crédito de longo prazo; terceiro, um aumento na variação percentual do crédito tanto de curto prazo quanto de longo prazo; e finalmente, foi evidenciado que tal efeito sobre o crédito é tanto mais forte quanto menor é o tamanho da firma.

Finalmente, cabe destacarmos a importância da contínua busca pela melhora do processo, tornando-o cada vez mais eficientes. Tentar reduzir os custos inerentes ao processo e aprimorar ainda mais a proteção aos credores é fundamental. Com relação aos primeiro ponto destacado, sua importância vem pela existência de uma forte relação entre os custos do processo de bancarrota e a receita originada deste, o que permite um aumento no ganhos de todos os agentes envolvidos no processo sem perda para nenhuma das partes. Com relação à proteção aos credores é interessante ressaltar que apesar das significativas mudanças na lei, um objetivo importante não foi atingido: a preservação da prioridade dos credores segurados sobre os ativos

do devedor que foram dados como colateral no momento da criação dos contratos. A nova lei, diferente da prática mais utilizada internacionalmente, ainda considera que os ativos dados como garantias aos credores segurados devem pertencer ao devedor em caso de bancarrota, ao invés de serem transferidos imediatamente aos credores, como foi definido contratualmente⁹.

References

- [1] Araujo, A. e Funchal B. 2005: "Bankruptcy Law in Latin America: Past and Future", *Journal Economia - The Journal of the Latin America and Caribbean Economic Association*, 6(1): 149-216.
- [2] Araujo, A. e Funchal B. 2006: "Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 36(2): 209-254.
- [3] Bebchuck, Lucian A. e Chang, H. F., 1992: "Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization", *Journal of Law, Economics and Organization*, 8:253-279.
- [4] Bergoing, R., Kehoe, P. J., Kehoe, T. J., Soto, R. 2002: "A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s", *Review of Economic Dynamics*, 5, 166-205.
- [5] Hart, O. 1999 "Different Approaches to Bankruptcy", working paper n° 1903.
- [6] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. 1997. "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52(3): 1131-1150.
- [7] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R., 1998: "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106:1113-1155.

⁹Hart (1999) já destacava as vantagens em preservar os contratos em caso de bancarrota: primeiro, ajuda a assegurar que credores recebam um razoável retorno em caso de bancarrota, o que os encoraja a emprestar; segundo, significa que estados de bancarrota e não-bancarrota não são tratados de forma diferente.