

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Monografia de Final de Curso

**Recuperação Judicial no Brasil após a Lava-Jato. Causas e impactos.**

**Eduardo Moreira Guimarães**

Matrícula No.0720584

Professor Orientador: Ruy Monteiro

Departamento de Economia

Rio de Janeiro, Junho de 2017

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Monografia de Final de Curso

**Recuperação Judicial no Brasil após a Lava-Jato. Causas e impactos.**

**Eduardo Moreira Guimarães**

Matrícula No.0720584

Professor Orientador: Ruy Monteiro

Departamento de Economia

Rio de Janeiro, Junho de 2017

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”**

---

Eduardo Moreira Guimarães

## **Sumário**

1. Introdução.....	1
2. Capítulo 1.....	2
3. Capítulo 2.....	10
4. Capítulo 3.....	27
5. Conclusão.....	31
6. Referências Bibliográficas.....	33

# Introdução

Esta monografia tem como objetivo demonstrar que a crise econômica atual que levou um número relevante de empresas de todos os setores da economia a pedir recuperação judicial pode ter efeitos perversos para a economia brasileira. Parte destas empresas é responsável pelos maiores projetos de infraestrutura em andamento no país, setor este que foi o escolhido pelos últimos governos para nortear o crescimento econômico do país já que a perda de competitividade do Brasil frente a concorrência externa está intimamente ligada à falta de investimento em infraestrutura. Contudo, tamanha é a crise que empresas de vários setores (não só os ligados às investigações) foram levadas a pedir recuperação judicial, vide o crescente número de empresas do ramo de energia e agora recentemente de telecomunicações, como a Oi (maior caso de RJ da história no país) e de construção civil (Construtora Viver, PDG Realty). Este trabalho pretende por fim, identificar as falhas no processo de Recuperação Judicial no Brasil que fazem com que o percentual de empresas que se recuperam seja muito baixo, se comparado com os Estados-Unidos que faz uso de dispositivo similar (*Chapter 11*) e propor possíveis alternativas.

Neste relatório final de Monografia I será apresentado o primeiro capítulo que tem por objetivo fazer uma breve descrição do dispositivo de Recuperação Judicial (doravante podendo ser chamado de RJ), do contexto macroeconômico do país e apresentar dados que corroboram a escalada do número de pedidos de RJ no país. Neste semestre serão desenvolvidos os próximos capítulos que tem por objetivo identificar os impactos na economia, fazer um estudo comparativo entre a Recuperação Judicial pela Lei 11.101/2005 e o *Chapter 11* norte-americano e propor possíveis alternativas para que este dispositivo seja melhor aproveitado no Brasil, obtendo uma taxa de recuperação maior do que se tem observado no país até agora.

## Capítulo 1

Até junho de 2005, o dispositivo que hoje chamamos de “Recuperação Judicial” era conhecido no Brasil como “Concordata”. Este termo ainda é presente no vocabulário de empresários que já estavam ativos antes de 2005 e certamente causava arrepio aos que antes pretendiam fazer uso do recurso. Hoje em dia, a nova nomenclatura parece mais condizente com a realidade em que se encontra a empresa.

O grande marco desta mudança foi a promulgação da Lei de Falências e Recuperação Judicial de Empresas nº 11.101/2005 que completou 10 anos de vigência no ano passado e regula agora a recuperação judicial, extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. As companhias que recorrem à lei ficam blindadas de ações e execuções contra ela durante o chamado “stay period”, por 180 dias.

Este sistema econômico-jurídico que pretende conservar a atividade empresarial a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego e dos interesses dos credores não é um mecanismo indiscriminado de conservação de qualquer empresa. Para fazer uso do procedimento, o empresário devedor não pode ser falido e, se foi, devem estar extintas todas as responsabilidades decorrentes de tal falência; não pode ter feito usufruto de Recuperação Judicial nos últimos cinco anos e não ter sido condenado por crimes previstos na lei 11.101/2005.

A empresa pretendente a usar o dispositivo também deve apresentar certidão negativa de débitos, ou seja, deve haver um equacionamento da dívida fiscal. É importante ressaltar que o dispositivo da recuperação judicial não se aplica à instituição financeira pública ou privada, cooperativa de crédito, consórcio, entidade de previdência complementar, sociedade seguradora ou de capitalização. Entende o poder judiciário, que as atividades desenvolvidas pelos tipos de empresa descritos acima são específicas e devem ser tratadas por legislação especial, cabendo, no que tange a atividade financeira, ao Conselho Monetário Nacional (CMN) e ao Banco Central do Brasil, responsáveis pelo Sistema Financeiro Nacional, intervir diretamente quando apresentam dificuldade econômico-financeiras, levando em consideração que a falta de confiabilidade em tais instituições decorrente de pedido de Recuperação Judicial pode levar todo o sistema financeiro ao caos.

Em suma, a nova Lei de Recuperações e Falências tem se mostrado mais célere e eficiente no processo de soerguimento das empresas do o dispositivo anterior.

Segundo Slatter e Lovett (2009):

*Os processos que geram a crise são substancialmente os mesmos que levam ao sucesso. É frágil a linha que separa a possibilidade de sucesso da possibilidade do fracasso e o próprio sucesso pode facilmente levar a uma crise. A crise tende a aguçar os fatores internos que causam o declínio, reforçando e acelerando a tendência declinante. Uma tarefa essencial para os gestores da crise é conseguir o apoio da equipe corporativa na luta contra a crise. Obviamente isso não começará até que a crise seja reconhecida. Se nenhuma ação for tomada para iniciar uma recuperação, o resultado final será a insolvência e falência.*

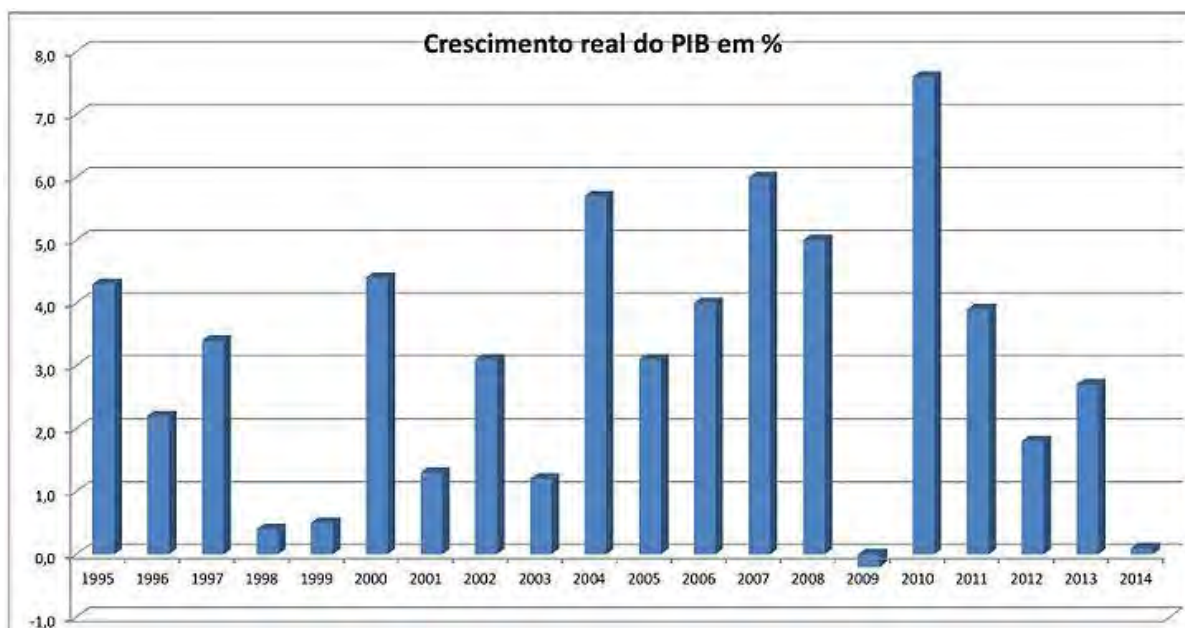
**Insolvência:** é um estado em que o devedor possui dívidas superiores aos seus rendimentos, ou seja, uma empresa insolvente não consegue cumprir com as suas obrigações financeiras, sendo assim, ao final de um processo a empresa pode ser declarada definitivamente insolvente em falência, ou em recuperação.

**Falência:** é um estado pelo qual o devedor possui dívidas superiores aos seus bens.

Tecidas as considerações iniciais sobre a transição do regime de Concordata para Recuperação judicial e os benefícios que ela traz para o empresário, façamos uma retrospectiva da conjuntura econômica do país de 2010 até hoje.

Em 2010, o Brasil então presidido por Lula, teve um PIB nominal de R\$ 3,887 trilhões e um crescimento real de 7,529%. O Brasil vivia sua época de ouro. Entre o ano de 2003 (ano da posse de Lula) e 2014, o país viveu uma espécie de milagre econômico no que diz respeito ao avanço na renda per capita (coeficiente de Gini passou de 58,1 para 51,5), oferta de crédito, juros historicamente baixos, demanda externa aquecida, entre outros fatores que caracterizaram o crescimento do país no governo Lula. No entanto, de 2011 até 2013 (anos de presidência Dilma), o país cresceu em termos reais, respectivamente, 4%, 1,915% e 3,015%. No ano de 2014, o país sofreu uma queda abrupta na produção e cresceu apenas 0,5%.

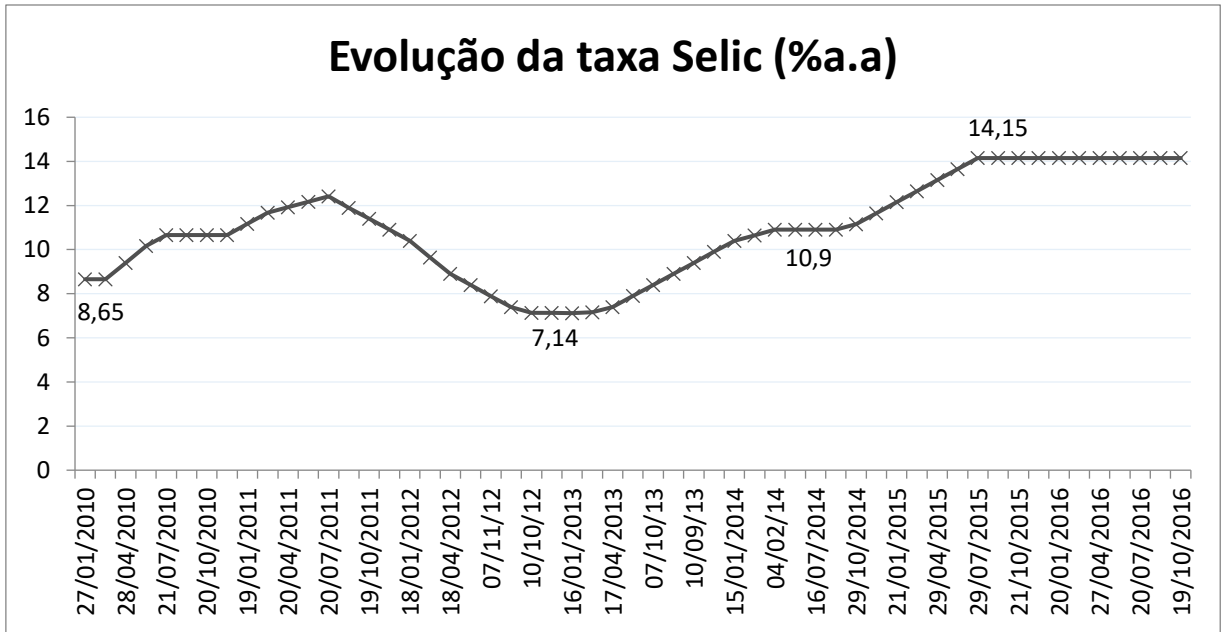
Gráfico 1



Fonte: IBGE

No gráfico acima podemos ver a clara tendência de queda no crescimento real do PIB a partir de 2010.

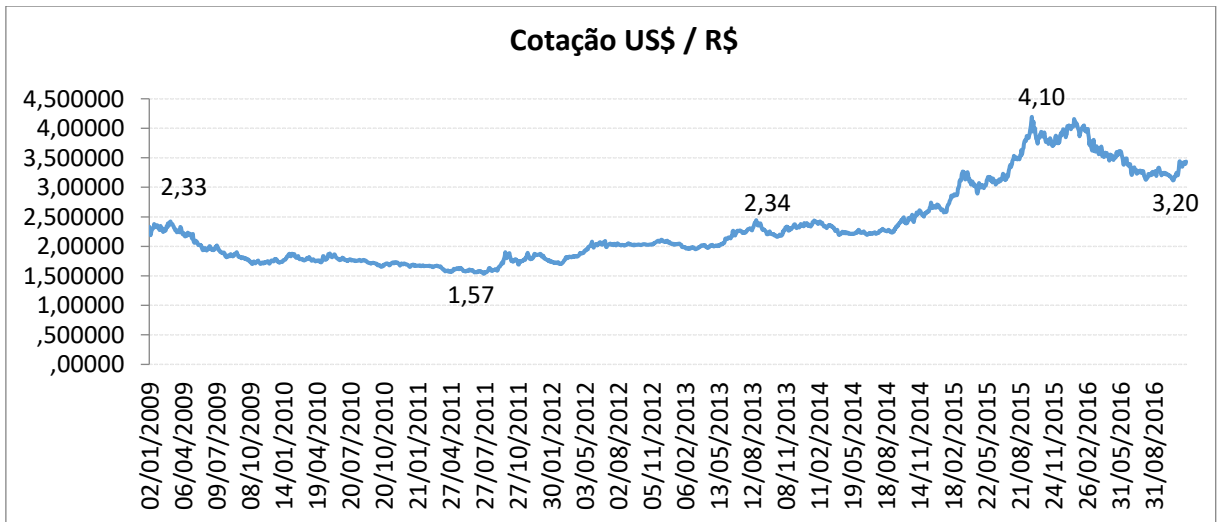
Gráfico 2



Fonte: BACEN

No gráfico acima vemos a trajetória da SELIC desde 27/01/2010 que corresponde 148ª Reunião do COPOM até a 202ª reunião, realizada em 19/10/2016.

Gráfico 3



Fonte: Ipeadata

Entre 2011 e 2014\*, o país apresentou uma média de crescimento de 2,1% ante um crescimento médio de 4,5% entre 2006 e 2010. Mais especificamente, o primeiro trimestre de 2014 chegou a registrar crescimento positivo de 3,17%, porém os trimestres que se seguiram mostraram retração da produção. O Brasil vem passando por uma forte recessão. Acaso ou não, o ano em que desaceleração da economia brasileira mais se acentuou, coincidiu com o início da operação Lava Jato.

A operação em si e suas motivações são de amplo conhecimento nacional e não é o objeto desse trabalho entrar em maiores detalhes a respeito deste assunto. Assim como a criação da Lei 11.101/2005 em junho de 2005 representa um marco cronológico para o estudo acerca de

recuperações judiciais de empresas no Brasil, a deflagração da Operação Lava-Jato constitui o marco principal para a análise que será feita ao longo desta monografia.

Segundo Slatter e Lovett (2009):

*Os planos e demandas por recuperação estão diretamente ligados à saúde macroeconômica, ao nível de concorrência na indústria e mudanças políticas.*

No primeiro momento da investigação, foram investigadas organizações criminosas lideradas por doleiros responsáveis por lavar o dinheiro de um suposto esquema criminoso envolvendo a Petrobras. Este esquema envolvia empreiteiras e empresas do setor de óleo e gás que organizadas em cartel, pagavam propinas para diretores e altos funcionários da Petrobras, sendo eles responsáveis por repassar a propina para agentes públicos.

As primeiras empresas a serem alvo de processo administrativo por parte da Controladoria Geral da União (CGU) por envolvimento na Operação Lava Jato foram: Alumni Engenharia, Andrade Gutierrez, Grupo Schahin, Camargo Corrêa, Engevix, Fidens Engenharia, Galvão Engenharia, GDK, Iesa Óleo e Gás, Lupatech, Mendes Júnior, OAS, Promon, UTC-Constran, entre outras como a Odebrecht e Sete Brasil que viriam a serem citadas posteriormente. As maiores empreiteiras do país foram levadas a renegociar suas dívidas, rever contratos com fornecedores e buscar saídas para problemas de liquidez em face das suspensões de licitações e linhas de crédito de bancos públicos, como o BNDES. De fato, a escalada da Selic aumentou consideravelmente o custo do passivo (e de captação) das empresas sem contar com o impacto causado pela desvalorização do Real, no caso de empresas que também possuem passivo em moeda estrangeira.

Das empresas mencionadas acima, sete entraram com pedido de Recuperação Judicial entre 2015 e 2016. Se somadas as dívidas concursais apenas destas empresas chegamos numa dívida na ordem de R\$ 40 bilhões.

Segue abaixo um quadro com as principais recuperações judiciais em andamento no Brasil. O valor das dívidas concursais foi extraído de diários oficiais, sites de Tribunal de Justiça (SP, RJ) e da mídia. Somadas chegamos ao valor de R\$ 139 Bilhões. Se compararmos com o valor do PIB apurado em 2015 pelo IBGE chegamos à uma dívida equivalente a 2% do PIB de 2015.



Tabela 1

<b>Empresa</b>	<b>Dívida Concursal</b>
Oi	62.029 mm
Sete Brasil	19.300 mm
OGX	12.290 mm
OAS	11.154 mm
PDG Realty	6.200 mm
Grupo Schahin	5.850 mm
OSX	4.570 mm
Wind Power Energia	3.043 mm
Tonon Bioenergia	2.800 mm
Abengoa	2.659 mm
Renuka Do Brasil	2.327 mm
Eneva (ex- MPX)	2.264 mm
Galvão Engenharia	1.997 mm
Viver Incorporadora	1.400 mm
Aralco	1.148 mm
Grupo Infinity-Bio	918 mm
Usina Carolo	834 mm
Alumini Engenharia	762 mm
Usina Cucaú	696 mm
Lupatech	669 mm
Grupo Pinesso	602 mm
Grupo Eletrosom	559 mm
GEP	513 mm
Grupo JJ Martins	368 mm
Galileo Administradora de Recursos Educacionais	274mm
Mendes Junior	258 mm
<b>Total</b>	<b>145.116 mm</b>
<b>PIB (2015)</b>	<b>5.904.331 mm</b>
<b>Relação Dívida/PIB</b>	<b>2,46%</b>

No quadro acima foram escolhidas as empresas com passivo superior a R\$ 100 Milhões e que ocupam posição de relevância em seu setor de atuação. Empresas como o grupo revendedor de automóveis carioca JJ Martins S.A, que possui dívida concursal da ordem de R\$ 310 Milhões, não foram incluídas na relação acima por não se tratar de empresas com destaque em âmbito nacional.

Os pedidos de RJ de grandes empreiteiras tendem a gerar um efeito dominó em empresas de infraestrutura e do complexo de óleo e gás, tendo em vista o tamanho e a capilaridade destas empresas (e obviamente da Petrobras). As empresas, sem condições de investir em novos projetos condenam aquelas de menor porte que fazem parte da cadeia produtiva do segmento

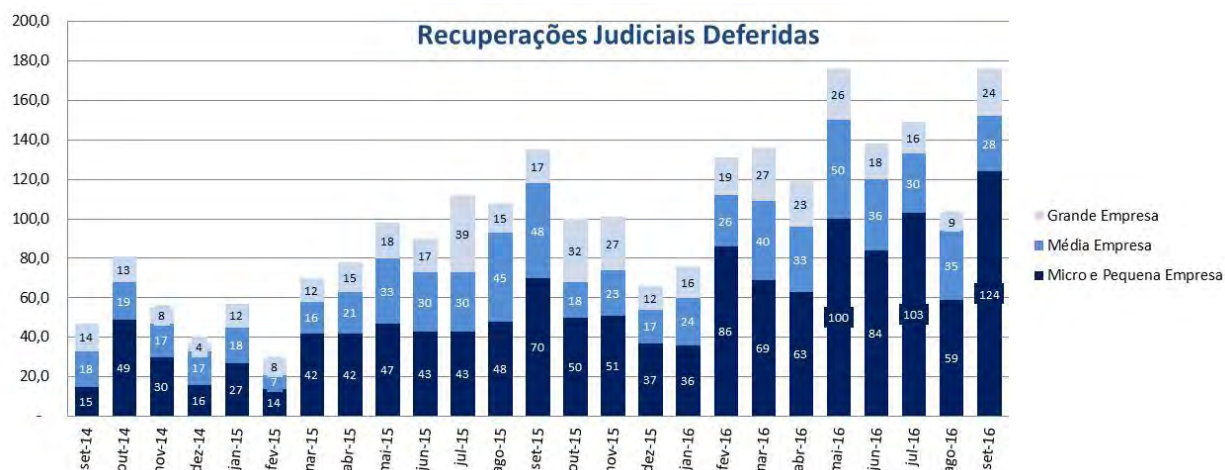
afetado. Não só não investem em projetos novos como suspendem pagamentos de fornecedores. É inevitável a contaminação. As micro e pequenas empresas lideram os pedidos de RJ seguidas pelas médias e por último as grandes empresas. Veremos de forma mais detalhada, a frente, como a economia foi impactada com a entrada em RJ das grandes empreiteiras e outras companhias de médio e grande porte.

Na tabela abaixo foram reunidos os números de requerimentos de RJ de empresas de todos os portes na base de dados da Serasa Experian. A base de dados da Serasa nos fornece essas informações por mês. Nesta tabela, o número de recuperações judiciais requeridas e deferidas foi agregado em termos anuais.

Tabela 2

Ano	Recuperações Judiciais								
	Requeridas				Deferidas				Concedidas
	Micro e Pequena Empresa	Média Empresa	Grande Empresa	Total	Micro e Pequena Empresa	Média Empresa	Grande Empresa	Total	Total
2006	160	68	24	252	85	50	21	156	6
2007	164	71	34	269	108	62	25	195	18
2008	172	87	53	312	98	74	50	222	48
2009	365	197	108	670	237	162	93	492	151
2010	297	106	72	475	185	107	69	361	215
2011	284	166	65	515	203	139	55	397	151
2012	403	247	107	757	299	221	98	618	189
2013	508	239	127	874	347	219	124	690	244
2014	451	240	137	828	363	202	106	671	323
2015	688	354	245	1.287	514	306	224	1044	291
2016 (até setembro)	917	357	205	1.479	724	302	178	1204	306

Gráfico 4



**Recuperação Requerida:** Quando a empresa entra com o pedido de recuperação em juízo, acompanhado da documentação prevista em lei, e que será analisado pelo juiz. Neste momento, verificará se o pedido poderá ser aceito.

**Recuperação Deferida:** A documentação foi analisada pelo juiz e está correta e o pedido pode prosseguir para a próxima etapa, que será a apresentação do plano de recuperação, mas isso não significa que a recuperação será concedida.

**Recuperação Concedida:** O plano de recuperação apresentado em assembleia geral de credores foi votado e acatado pelos credores da companhia. A recuperação foi concedida e a empresa permanecerá em RJ até que se cumpram todas as obrigações previstas no plano. As empresas que não tiveram seus pedidos concedidos de RJ concedidos entram em falência.

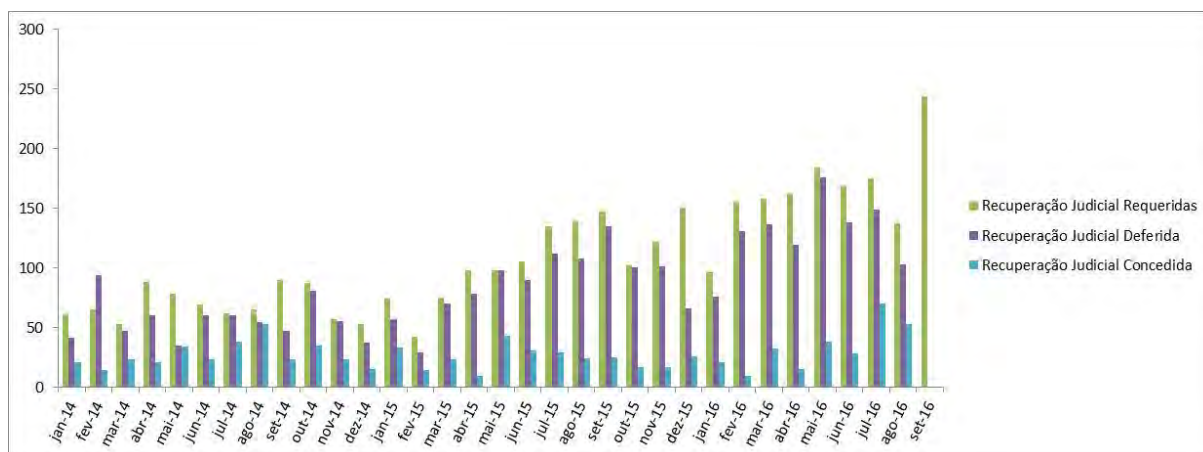
Tabela 3

Ano	Recuperações Judiciais								
	Requeridas				Deferidas				Concedidas
	Micro e Pequena Empresa	Média Empresa	Grande Empresa	Total	Micro e Pequena Empresa	Média Empresa	Grande Empresa	Total	Total
2006	nd	nd	nd	<b>nd</b>	nd	nd	nd	<b>nd</b>	<b>nd</b>
2007	2%	4%	42%	<b>7%</b>	27%	24%	19%	<b>25%</b>	<b>200%</b>
2008	5%	23%	56%	<b>16%</b>	-9%	19%	100%	<b>14%</b>	<b>167%</b>
2009	112%	126%	104%	<b>115%</b>	142%	119%	86%	<b>122%</b>	<b>215%</b>
2010	-19%	-46%	-33%	<b>-29%</b>	-22%	-34%	-26%	<b>-27%</b>	<b>42%</b>
2011	-4%	57%	-10%	<b>8%</b>	10%	30%	-20%	<b>10%</b>	<b>-30%</b>
2012	42%	49%	65%	<b>47%</b>	47%	59%	78%	<b>56%</b>	<b>25%</b>
2013	26%	-3%	19%	<b>15%</b>	16%	-1%	27%	<b>12%</b>	<b>29%</b>
2014	-11%	0,4%	8%	<b>-5%</b>	5%	-8%	-15%	<b>-3%</b>	<b>32%</b>
2015	53%	48%	79%	<b>55%</b>	42%	51%	111%	<b>56%</b>	<b>-10%</b>
2016 (até setembro)	33%	1%	-16%	<b>15%</b>	41%	-1%	-21%	<b>15%</b>	<b>5%</b>

No quadro acima, foi calculada a variação acumulada anual dos números de requerimentos, deferimentos e concessões de RJs para as micro e pequena empresas, empresas de médio e grande porte. Como se pode ver, o ano de 2006 não tem variação pois em 2005 ainda estava vigente o dispositivo da Concordata, não tendo assim dados para comparação.

No ano de 2015, o número total de RJs deferidas aumentou 56% se comparado com o ano anterior (2014). Todavia, o número de recuperações concedidas diminuiu em 10% na comparação com o mesmo ano. Deste resultado podemos inferir que, com a escalada da crise os credores destas empresas não aprovaram os planos de recuperação apresentados e pediram a falência da empresa, preferindo assim a liquidação dos ativos como forma de pagamento. Isto denota a falta de confiança que o credor tem na empresa em se reorganizar e sobretudo na economia pois ele não vê credibilidade nos meios apresentados pelo empresariado para superar a crise e a situação de insolvência. O acesso ao crédito para as empresas que se encontram em RJ ainda é difícil e o mercado de *DIP financing* (*debtor-in-possession financing*) ainda é praticamente inexistente. Trataremos da questão do *DIP financing* mais adiante.

Gráfico 5



Esta situação pode ser melhor visualizada a partir do gráfico abaixo que representa, em percentual, o percentual de RJs concedidas em relação à quantidade de RJs deferidas.

Gráfico 6



O plano de recuperação submetido à aprovação dos credores geralmente prevê alongamento das dívidas, redução (*haircut*) do valor a ser pago, venda de ativos (não imprescindíveis à recuperação), cisão, incorporação, fusão ou transformação da sociedade, alteração do quadro societário, emissão de debentures, entre outros meios. Vale ressaltar que as dívidas trabalhistas devem obrigatoriamente ser pagas em no máximo um ano após homologação do plano e não pode haver *haircut*. Porém, em casos de dívidas trabalhistas de valor elevado (geralmente acima de R\$ 100 Mil) pode haver parcelamento desde que seja previamente acordado com o credor.

## **Capítulo 2 - Impacto da Recuperação Judicial na Economia.**

O empresário brasileiro, frente ao cenário atual no qual se encontra nossa economia, tem tido dificuldades para obter capital, seja no mercado financeiro devido à alta taxa de juros imposta pelo governo, seja no mercado de crédito junto às instituições financeiras. Os investidores, por sua vez, encontram-se duvidosos com relação ao desenvolvimento do país e a liderança política atual, a qual foi exposta à diversos esquemas de corrupção. Desde a deflagração da “Lava-Jato” em julho de 2015, impactos decorrentes da escalada de pedidos de RJ podem ser notados no país. Nosso estudo, por ora, tem por objetivo analisar os impactos adversos sofridos na economia em decorrência do aumento do número de empresas que entraram em recuperação judicial por conta da Lava-Jato.

Neste capítulo, começaremos por analisar como foi a reação do mercado acionário, mais precisamente das ações das empresas em Recuperação Judicial em relação ao índice IBOVESPA. Dados do SERASA nos fornecem o número de Recuperações Judiciais requeridas, deferidas e concedidas de 2006, ano a partir do qual se tem registro das recuperações judiciais sob a lei 11.101/2005, até 2016.

Neste estudo, não temos por objetivo analisar a volatilidade do mercado financeiro às notícias adversas do mundo corporativo em geral ou à corrupção em si, mesmo sabendo que a entrada em RJ da maior parte das médias e grandes empresas a partir de 2015 tem relação direta ou indireta com a corrupção. Sabemos que o mercado financeiro como um todo, tende a reagir (positivamente ou negativamente) às notícias que são veiculadas na mídia a respeito das companhias. Como o dito popular, “o mercado compra no boato e vende no fato”. Desse modo, esta parte do estudo tem como objetivo avaliar a performance das empresas em RJ no mercado de capitais.

Usaremos a relação das maiores empresas em RJ, apresentada no capítulo anterior. Vale ressaltar que algumas destas empresas em Recuperação Judicial, não tiveram envolvimento direto com a operação Lava – Jato, como a PDG e a Oi Telecom. No entanto, são de certa forma vítimas da crise, que coincidentemente ou não, começou na mesma época em que as primeiras fases da Operação Lava-Jato foram deflagradas.

Tabela 4

<b>Empresa</b>	<b>Dívida Concursal</b>
Oi	62.029 mm
Sete Brasil	19.300 mm
OGX	12.290 mm
OAS	11.154 mm
PDG Realty	6.200 mm
Grupo Schahin	5.850 mm
OSX	4.570 mm
Wind Power Energia	3.043 mm
Tonon Bioenergia	2.800 mm
Abengoa	2.659 mm
Renuka Do Brasil	2.327 mm
Eneva (ex- MPX)	2.264 mm
Galvão Engenharia	1.997 mm
Viver Incorporadora	1.400 mm
Aralco	1.148 mm
Grupo Infinity-Bio	918 mm
Usina Carolo	834 mm
Alumini Engenharia	762 mm
Usina Cucaú	696 mm
Lupatech	669 mm
Grupo Pinesso	602 mm
Grupo Eletrosom	559 mm
GEP	513 mm
Grupo JJ Martins	368 mm
Galileo Administradora de Recursos Educacionais	274mm
Mendes Junior	258 mm
<b>Total</b>	<b>145.116 mm</b>
<b>PIB (2015)</b>	<b>5.904.331 mm</b>
<b>Relação Dívida/PIB</b>	<b>2,46%</b>

A maioria das empresas listadas acima, não são listadas na bolsa de valores brasileira. Isto é facilmente explicável pois empresas de capital aberto, geralmente, não fazem uso do dispositivo de Recuperação Judicial pelo simples fato de que o próprio apelo a tal procedimento de reestruturação é uma sinalização negativa para os investidores e seus acionistas. Não quer dizer que empresas listadas na bolsa não possam entrar em RJ mas elas tendem a evitar ao máximo. Ademais, uma empresa que faz uso do procedimento legal da RJ, provavelmente já vinha há algum tempo mostrando sinais de fragilidade financeira de maneira que as expectativas do mercado em relação à companhia já estejam precificadas. De toda forma, um pedido de RJ acentuaria ainda mais as reações adversas dos investidores.

As empresas de capital aberto tendem a optar por reestruturações extrajudiciais. De fato, o que se há de mais benéfico para uma empresa em fragilidade financeira e econômica é proceder à um processo de reestruturação financeira extrajudicial, para que justamente, não seja necessário usar o dispositivo legal da Recuperação Judicial que é custoso, tanto para a empresa devedora quanto para os seus credores.

Abaixo, foram destacadas da relação das maiores empresas em RJ no Brasil, as empresas que tem capital aberto na BM&FBOVESPA. Das 25 empresas citadas, apenas 9 são listadas, ou seja, 36% do total. A dívida concursal está expressa em R\$ milhões.

Tabela 5

<b>Empresa</b>	<b>Dívida Concursal</b>	<b>Data do Pedido de RJ</b>
Oi	62.029 mm	20/06/16
OGX	12.290 mm	30/10/13
PDG Realty	6.200 mm	23/02/17
OSX	4.570 mm	11/11/13
Abengoa	2.659 mm	02/02/16
Eneva (ex- MPX)	2.264 mm	09/12/14
Viver Incorporadora	1.400 mm	16/09/16
Lupatech	669 mm	25/05/15
Mendes Junior	258 mm	10/03/16

Pouco se sabe, empiricamente, a respeito da performance de empresas que passaram ou estão passando por um processo de reestruturação judicial como o dispositivo da Lei 11.101/2005 no Brasil.

Para poder inferir como a entrada em Recuperação Judicial afeta a performance das empresas listadas na bolsa, o mais recomendado pela literatura seria fazer um estudo de evento (*event study*). Todavia, este trabalho não tem por objetivo explicar a fundo do que se trata um estudo de evento, mas devemos expor brevemente como se procede à sua análise e metodologia.

Segundo William H. Wells (2004) o estudo de eventos é um método de pesquisa que ganhou mais notoriedade a partir dos anos 80 e tem sido usado mais frequentemente no mundo das finanças para avaliar o impacto de qualquer tipo de evento. Estudos de eventos em mercados de capitais tendem a medir as mudanças anormais nos preços das ações de empresas em conjunção com a ocorrência de um determinado evento, como por exemplo, a entrada em Recuperação Judicial de uma empresa. Ainda segundo Wells (2004), a precificação de um ativo no mercado financeiro é a melhor aproximação da concorrência perfeita. Deste modo, os preços dos ativos listados em bolsa devem refletir a reação do mercado quanto à introdução de uma nova informação. Em seu trabalho sobre este tema, McKinlay (1997), divide os métodos para realização do estudo de evento em duas principais categorias: métodos estatísticos e métodos econômicos. Dentre os métodos estatísticos, os que se destacam por serem de uso mais comum são, o método *Constant Mean Return* (Retornos ajustados à Média) e o *Market Model* (Modelo

de Mercado). No tocante aos métodos econômicos, McKinlay (1997) aponta o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e o *Arbitrage Pricing Theory* (APT) como sendo os principais.

No caso em que uma dada ação, atualmente em recuperação judicial, apresente historicamente retornos próximos ao retorno do mercado, mas que depois da entrada em RJ passe a apresentar retornos significativamente diferentes dos apresentados pelo mercado, poderemos relacionar o evento ao retorno anormal. Se isto for comprovado, o evento (entrada em RJ) será relevante.

Para qualquer ativo, a relação linear entre o retorno do ativo e o retorno do mercado deve seguir obrigatoriamente a seguinte equação padrão (A.Craig MacKinlay, 1997):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \epsilon_i$$

Onde  $R_{it}$  e  $R_{mt}$  são respectivamente, os retornos do ativo  $i$  e o retorno do mercado no tempo  $t$  (no caso, o IBOVESPA) e  $\epsilon_i$  é o distúrbio de média 0.

O índice  $\beta$  é uma medida de risco que um indivíduo está exposto ao investir em um ativo em particular. No nosso caso, em investir numa empresa em Recuperação Judicial. O índice  $\alpha$  representa os retornos anormais da ação.

De forma geral, modelos tradicionais de apreçamento de ativos, têm como premissa que os mercados financeiros são sempre líquidos e que seus agentes podem negociar quantidades ilimitadas, a qualquer momento (Torres, German, e Cristina Lelis Leal, 2007). Liquidez pode ser definido como sendo a possibilidade de vender um ativo a qualquer momento. Posteriormente, Sharpe et al (1999) afirmam que a liquidez está vinculada à capacidade de se negociar um determinado ativo por um preço semelhante ao que foi negociado nas últimas transações. A visão mais comum (e correta), no entanto, é que a liquidez está associada à quantidade de interessados em transacionar determinado ativo.

Segundo Scholes e Williams (1977), ativos que possuem preços não contínuos e aleatórios impossibilitam o cálculo exato dos retornos anormais em um determinado período. Este problema se agrava quando a série de retorno é diária, podendo trazer problemas econométricos significantes.

Tecidas as definições a respeito de liquidez e os problemas que sua falta trazem para a estimação de retornos anormais, pode-se ver pela observação das séries de preço (Gráficos 13,14 e 15) que as empresas Viver, Lupatech e Mendes Junior claramente não atendem aos quesitos de liquidez definidos anteriormente. Logo, a aplicabilidade de uma análise econométrica de estudo de evento ficaria comprometida para as ações das três companhias listadas acima.

Com a finalidade de poder aplicar um mesmo método de análise para todas as companhias de capital aberto em recuperação judicial mencionadas neste trabalho, procederemos à análise da performance dos ativos (pós entrada em RJ) relativa ao mercado a partir de observação gráfica da série de retornos diários normalizados com os retornos diários do mercado

A análise consistirá em uma comparação entre a curva de retornos diários das ações, líquidas de proventos (com os efeitos dos dividendos inclusos) e o comportamento do mercado depois da entrada em RJ. Para fins de comparação, usaremos IBOVESPA, para que possamos avaliar se o ativo em questão seguiu o movimento do mercado ou não. O retorno do IBOVESPA é uma



*proxy* do retorno de mercado já que ele representa mais de 80% do número de negócios e do volume transacionado à vista.

No tocante às demais empresas, as que não tem capital aberto na bolsa, devemos olhar para os índices que representam o setor de atividade da empresa em questão, porém os índices setoriais da bolsa brasileira são poucos expressivos. À título de exemplo, o desempenho do índice IMOB poderia ser usado para tentar auferir algo a respeito da entrada em RJ das empresas OAS S.A e Galvão Engenharia, que não são listadas em bolsa, considerando que são empresas relevantes no setor de construção. De certa forma poderíamos esperar que a percepção dos investidores quanto à um setor como um todo se reflita no desempenho do índice composto por empresas deste setor.

Para cada uma das empresas (em RJ) listadas na BM&FBOVESPA, são mostrados os preços de fechamento e a performance relativa ao IBOVESPA, em base 100.

Para a performance relativa das ações com o IBOVESPA, o fechamento das ações e do índice são redimensionados de forma que os valores na data inicial da janela sejam iguais a 100. A data inicial corresponde ao dia em que foi pedida a Recuperação Judicial, para cada ativo. Assim, podemos comparar a partir da data inicial, as variações nominais na cotação do ativo e do índice de mercado.

Oi PN (Fechamento em R\$)

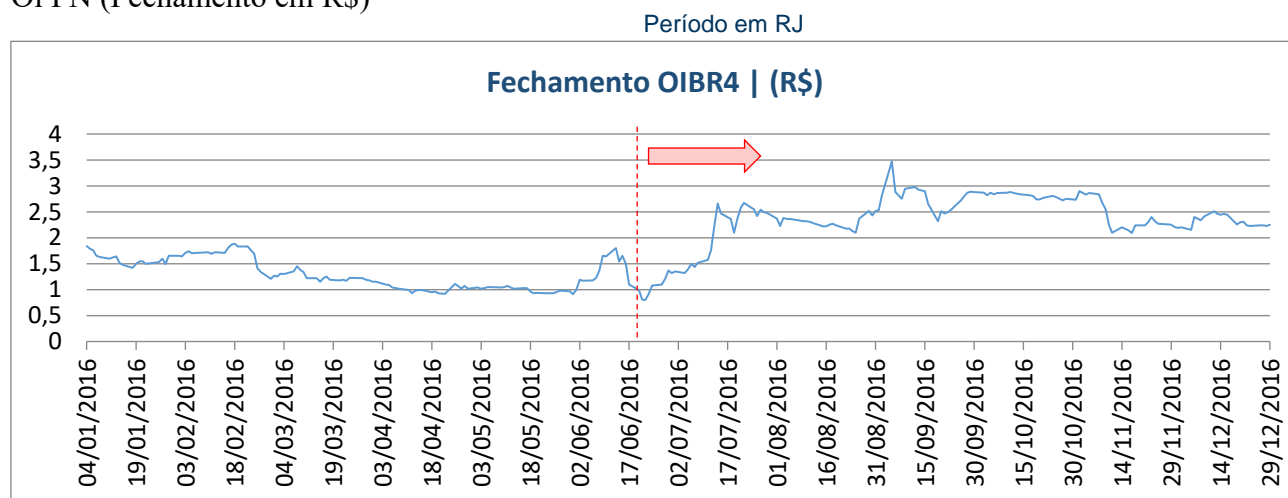


Gráfico 7

## Performance relativa da OIBR4 e do IBOVESPA (base 100).

Oi PN  
Diário de 20/06/2016 ate 01/12/2016

Economática

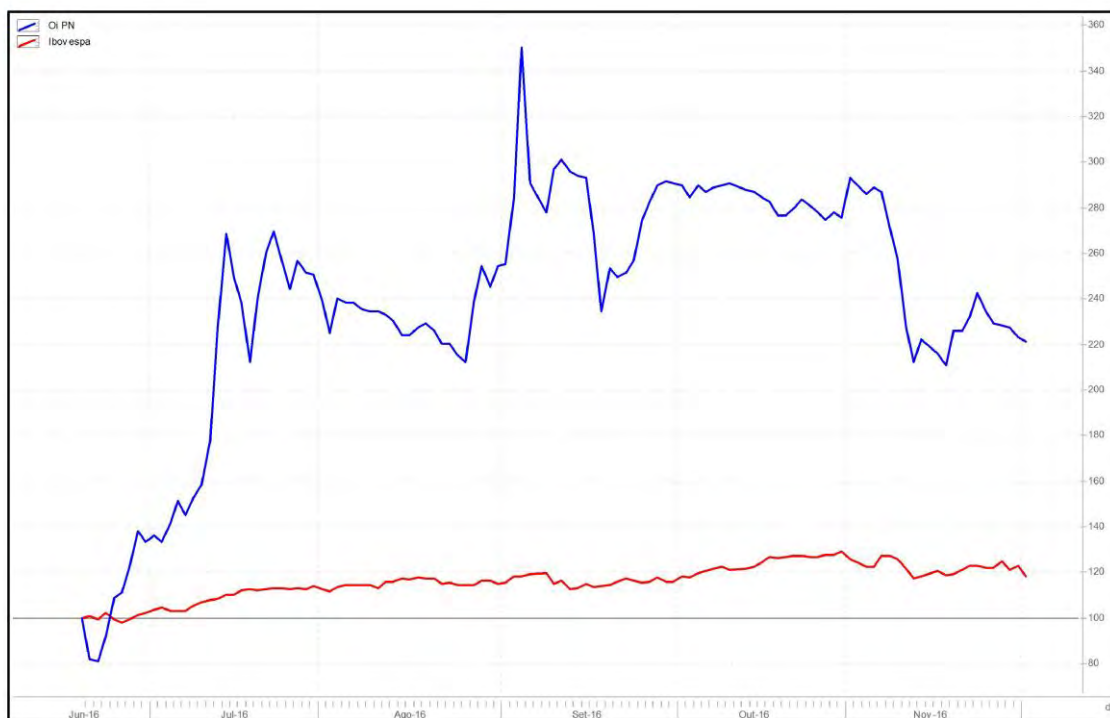


Gráfico 8

Olhando com as cotações do IBOVESPA e da Oi S.A normalizadas, podemos ver que o valor da ação caiu 18,2% no dia seguinte ao pedido de Recuperação Judicial. No entanto, 2 meses após a entrada em Recuperação Judicial, a ação da companhia valorizou 120,2%. A companhia não só recuperou toda a perda de valor sofrida nos dias iniciais de RJ como passou a ser cotada em níveis superiores ao que estava sendo 2 meses antes da RJ.

O índice IBOVESPA, seguiu trajetória de alta em toda a janela de tempo em que foi comparada a sua performance com a ação da Oi S.A.

Podemos dizer que neste caso, que a entrada em RJ teve um efeito inicial negativo sobre a cotação da empresa, mas no médio prazo o mercado reagiu positivamente à entrada em Recuperação Judicial da companhia. Este resultado é de certa forma intuitivo pois a Oi S.A é uma empresa líder no setor de telecomunicações, com participação estatal e regulada pela ANATEL (agência nacional de telecomunicações).

A falência desta empresa pode significar um default grande demais nos bancos, governo e fornecedores. Pode ser que a Oi S.A seja um caso *too big to fail* do setor de telecomunicação brasileiro. Neste caso, dada a importância e tamanho da empresa não sabemos especificar se a Oi S.A puxou o mercado para cima ou vice-versa.

## PDG Realt ON (Fechamento em R\$)

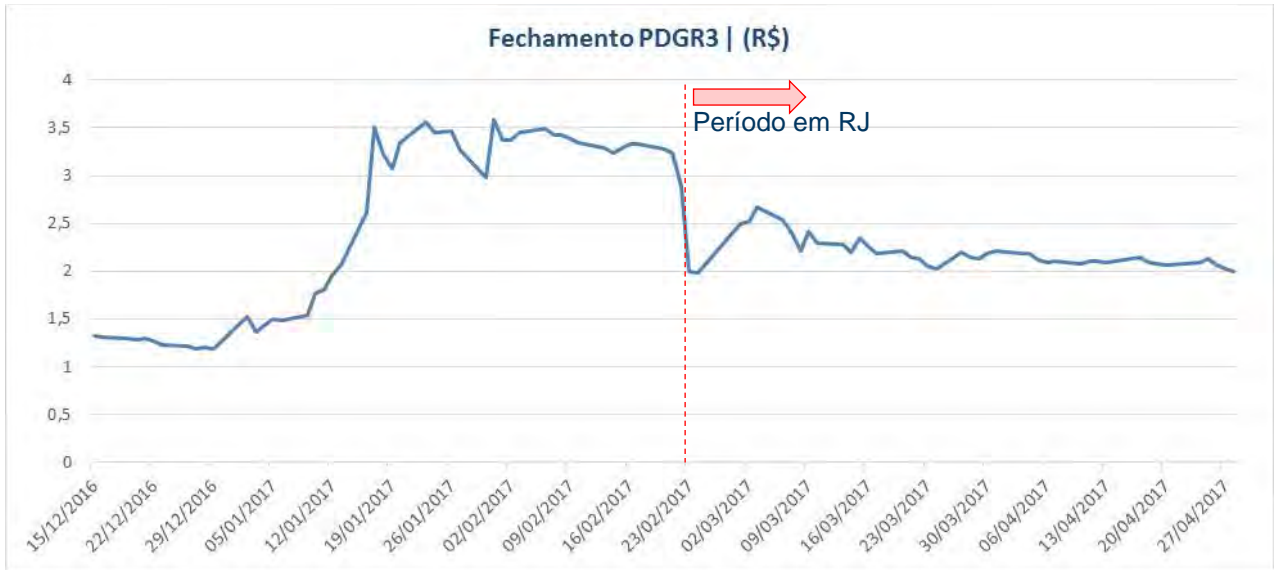


Gráfico 9

## Performance relativa da PDGR3 e do IBOVESPA (base 100).

PDG Realt ON  
Diário de 23/02/2017 até 23/06/2017

Economica

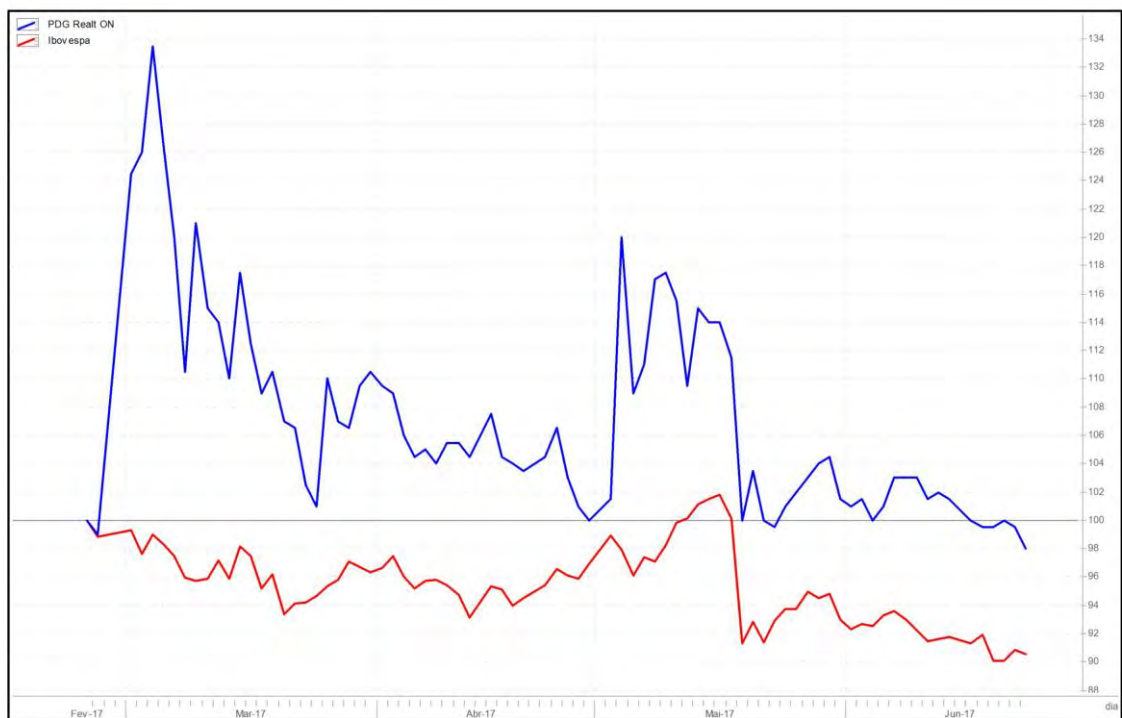


Gráfico 10

De novo, trata-se de uma empresa líder em seu mercado (construção civil) e com dívida bilionária. No dia que seguiu o pedido de RJ, o preço da ação caiu 1%, mas no segundo mês de recuperação a ação já havia valorizado 4,5% em relação à cotação do dia inicial.

Quanto ao mercado, no primeiro dia da janela, ou seja, um dia após entrada em RJ da companhia, ele havia caído 1,2%. 2 meses depois o mercado havia registrava queda de 4,6% em relação ao dia inicial da janela.

Neste caso fica claro, o efeito positivo que a entrada em RJ teve sobre o valor da empresa, uma vez que o mercado e o ativo seguiram trajetórias opostas após o pedido de RJ.

De novo, parece intuitivo o mercado reagir de forma positiva para entrada em Recuperação Judicial de uma empresa com passivo bancário bilionário (mais de R\$ 3 bilhões de dívidas com bancos) líder de um setor extremamente alavancado.

### OGXP3

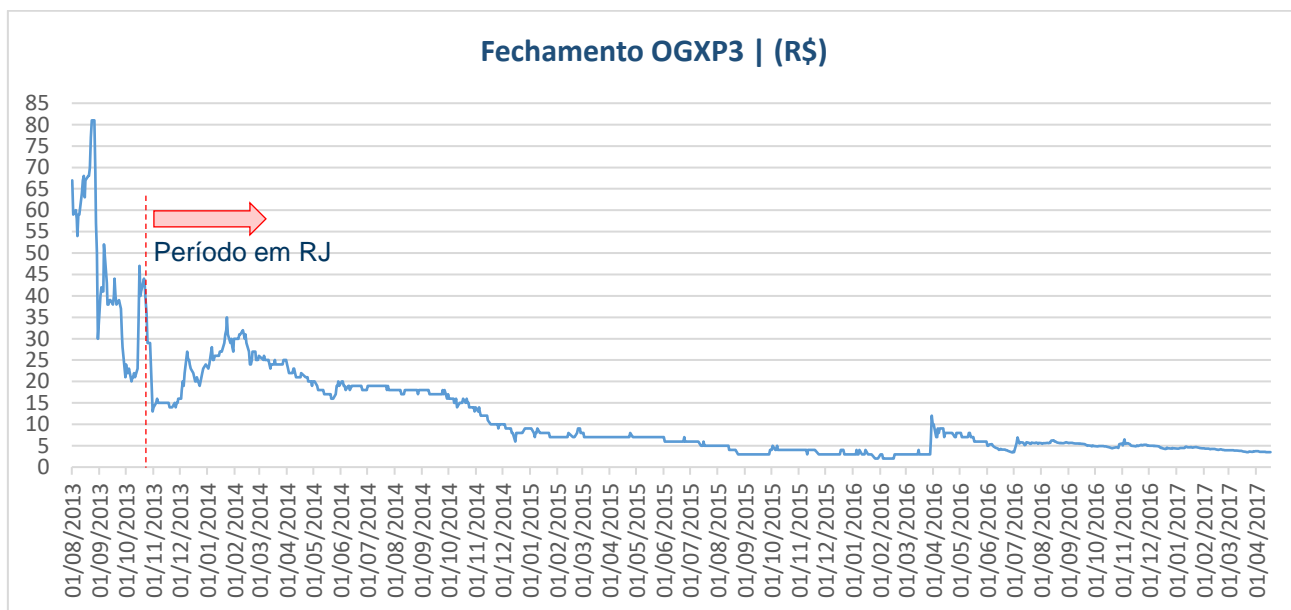


Gráfico 11

## Performance relativa da OGXP3 e do IBOVESPA (base 100).

Gráfico 12



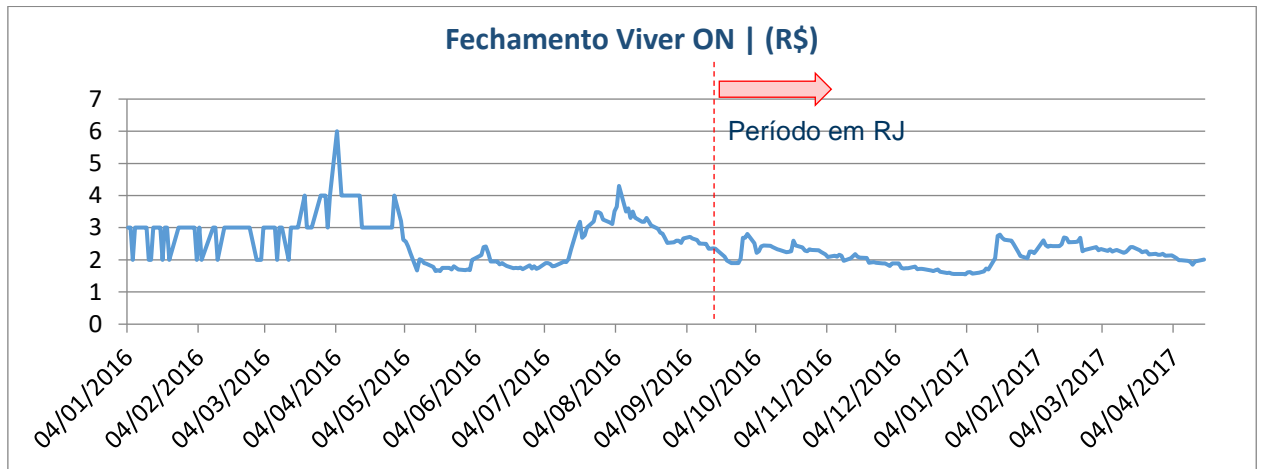
No caso da OGX Petróleo, o grosso da perda de valor do ativo se deu antes da entrada em RJ. Vale relembrar sucintamente o contexto que envolvia o Grupo X (mais especificamente a OGX Petróleo) na época do pedido de RJ.

Os escândalos a respeito da falta de prospecto de produção de petróleo nos poços licitados já haviam levantado a suspeita de que a empresa pediria por proteção judicial, de modo que o mercado já havia antecipado a entrada em RJ tanto que a ação chegou em sua cotação mínima no dia seguinte do pedido de RJ. Em um dia, ação desvalorizou 23,5%. No entanto, nos dois meses que seguiram a entrada em Recuperação Judicial, a ação se valorizou 41,2%.

Na mesma janela de tempo analisada, o IBOVESPA seguiu uma trajetória contrária (de baixa) desde o dia do pedido, chegando a desvalorizar 5% em 2 meses.

Neste caso, a Recuperação Judicial surtiu efeito positivo sobre o valor da empresa.

Viver ON (Fechamento R\$) Gráfico 13



### Performance relativa VIVR3 e IBOVESPA

Viver ON  
Diário de 16/09/2016 ate 16/01/2017

Economica



Gráfico 14

No dia seguinte ao pedido de Recuperação Judicial, a cotação da ação da Viver Incorporadora e Construtora S.A caiu 10,6% em relação ao dia do pedido. Dois meses depois, a ação continuava 7,2% abaixo do valor no dia do pedido de RJ. Já o mercado, seguiu trajetória oposta à do ativo. No dia seguinte ao pedido, o IBOVESPA valorizou 0,5% e dois meses depois, 6,4%. Assim, podemos dizer que a entrada em Recuperação Judicial da Viver afetou negativamente o valor de mercado da companhia.

## Lupatech ON (Fechamento R\$)

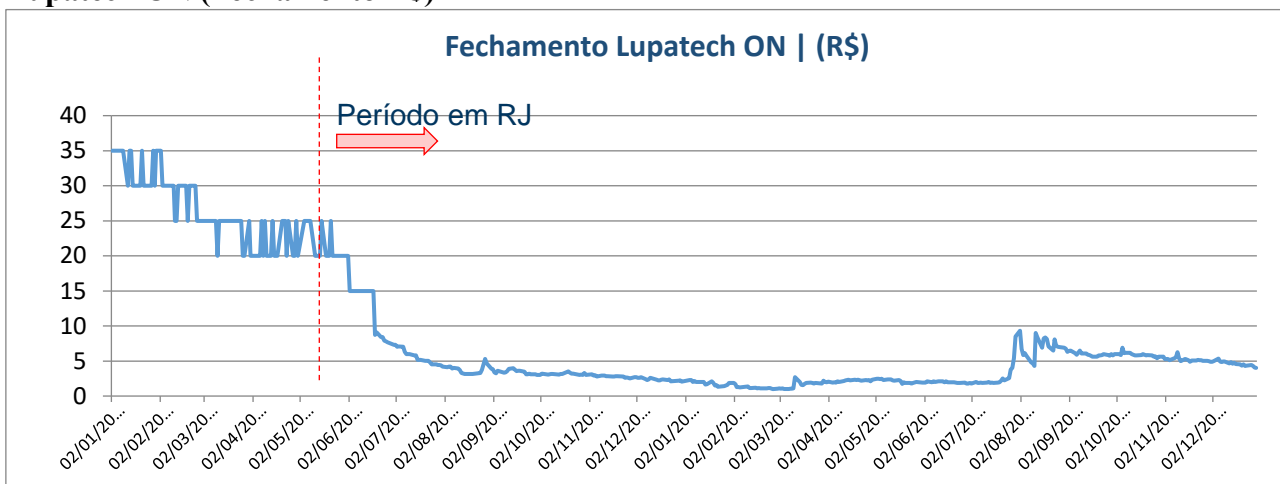


Gráfico 15

## Performance relativa da LUPA3 e do IBOVESPA (base 100).

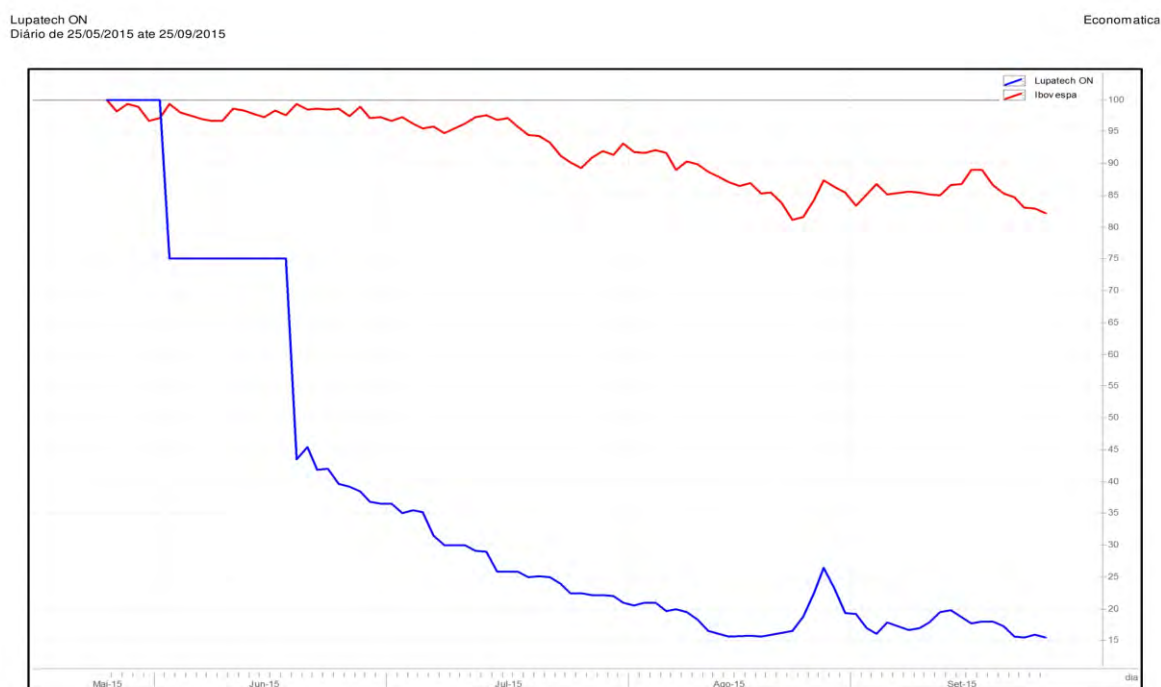
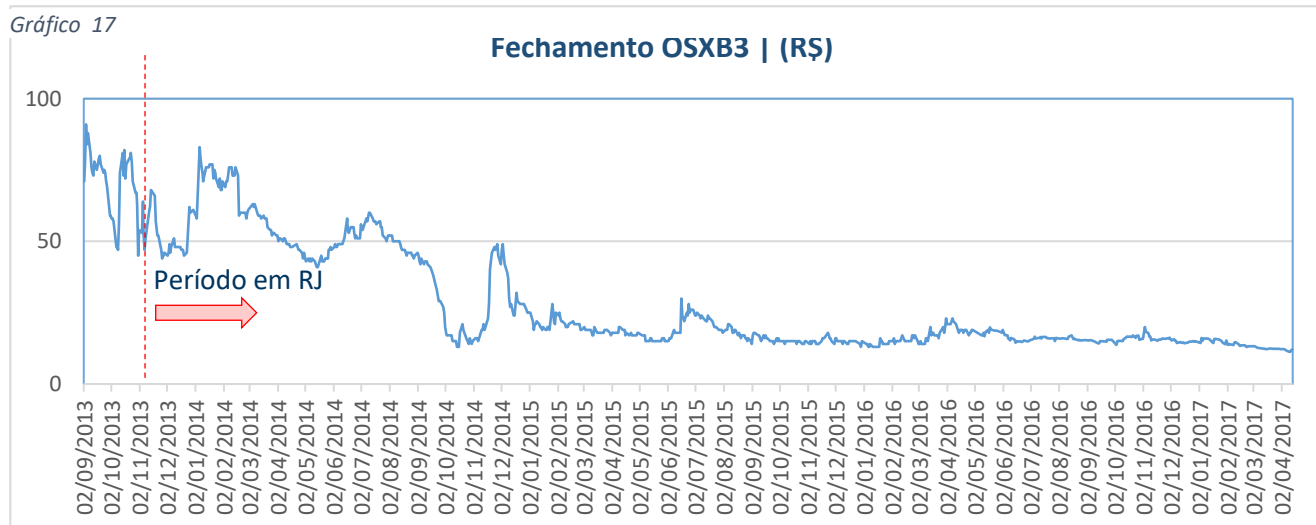


Gráfico 16

Pela forma como se comportam os preços da ação da Lupatech no gráfico de preços, vemos que não se trata de um ativo líquido, pois, os preços não são contínuos. De toda forma, pode-se ver que o comportamento do ativo foi oposto ao do mercado. Após a entrada em RJ (25/05/2015), o IBOVESPA apresentou alta e se manteve relativamente estável durante o mês que seguiu a RJ da companhia. Os retornos do ativo caíram aproximadamente 63% durante este primeiro mês que seguiu a RJ. Assim, podemos dizer que para a Lupatech, a entrada em Recuperação Judicial impactou negativamente os retornos da ação.

## OSX Brasil ON (Fechamento R\$)

Gráfico 17



## Performance relativa da OSXB3 e do IBOVESPA (base 100).

Gráfico 18



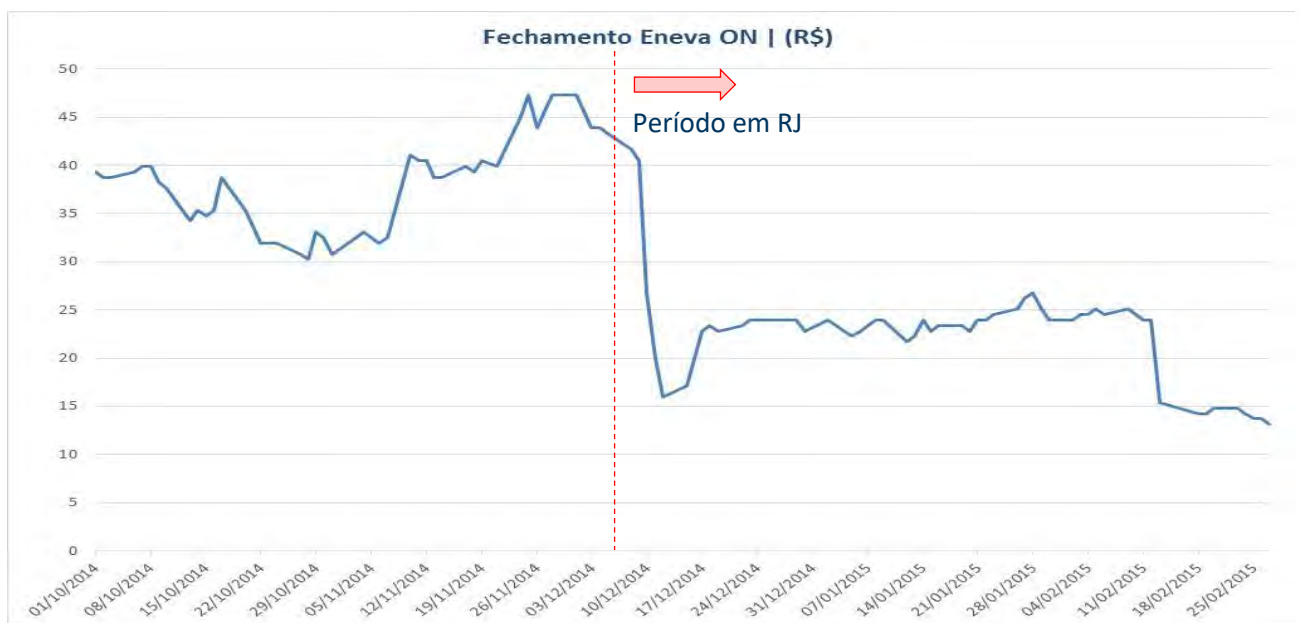
No tocante a ação da OSX, podemos ver que imediatamente após a entrada em RJ, o retorno diário do ativo aumentou. Este aumento continuou até o terceiro dia após a entrada em RJ. Olhando para a performance do IBOVESPA, pode-se ver um comportamento análogo ao do ativo no sentido em que a ação seguiu os movimentos de alta do mercado após o pedido de RJ e caiu junto com o mercado na semana seguinte. Desta forma, não podemos dizer que a entrada



em Recuperação Judicial foi o efeito causador das oscilações presentes no gráfico acima já que o mercado também variou nos mesmos sentidos que o ativo.

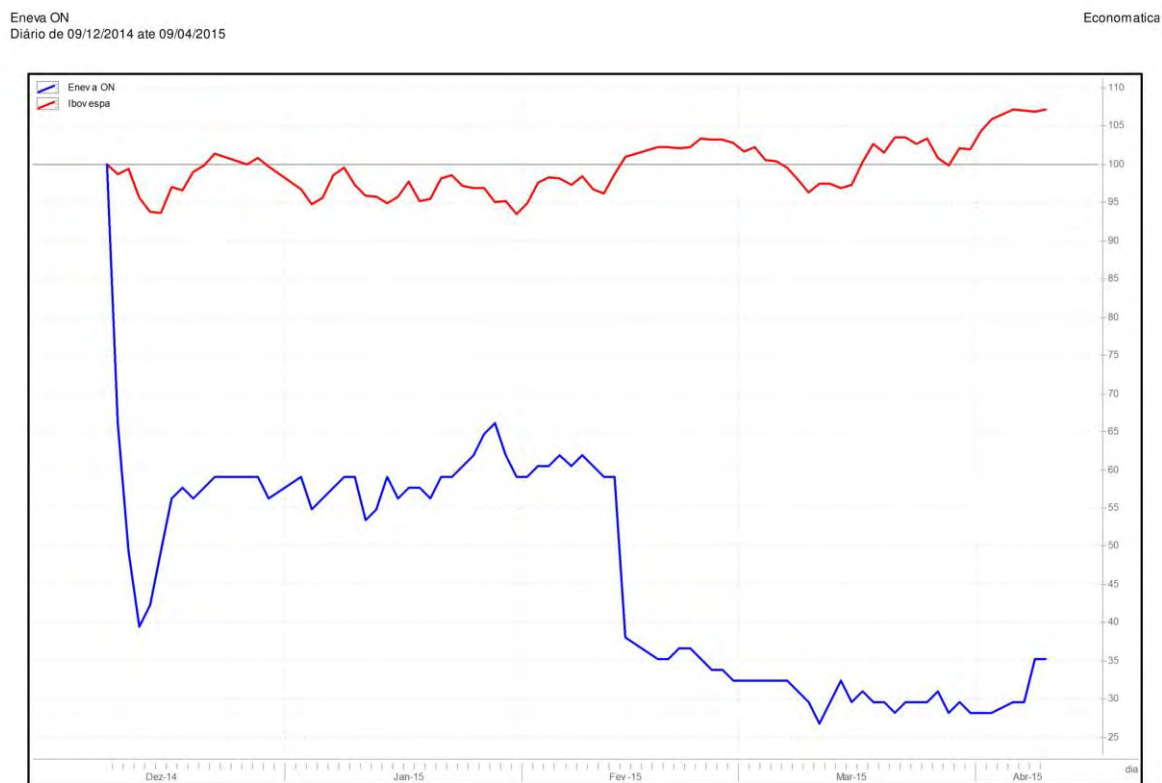
Eneva ON (Fechamento R\$)

Gráfico 19



## Performance relativa ENEV3 e do IBOVESPA (base 100)

Gráfico 20



A Eneva (ex-MPX) é um dos poucos casos de recuperação judicial bem-sucedida no Brasil. Em junho de 2016 a empresa entrou com pedido de suspensão da RJ e está oficialmente em fora da proteção judicial e operando de forma sadia.

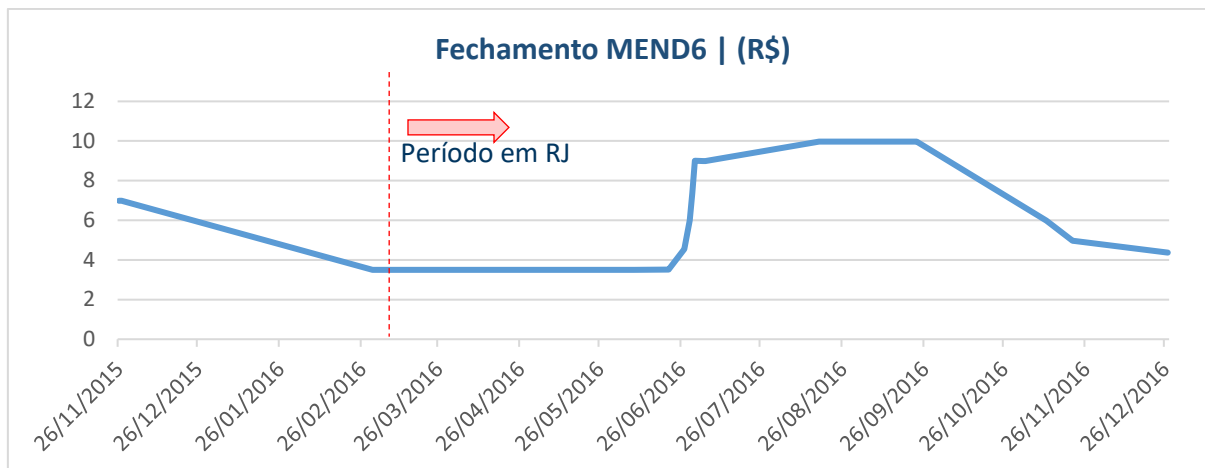
No que diz respeito a performance de sua ação na época do pedido de Recuperação Judicial, os preços começaram a cair uma semana antes do pedido e seguiram esta trajetória, porém de forma mais acentuada, até o quinto dia após a entrada em RJ. Do dia do pedido, marcado com tracejado vermelho até o quinto dia sob RJ, os retornos diários da Eneva diminuíram 62%. A partir do sexto dia depois da entrada em RJ, os retornos recuperaram 50% do valor perdido e se estabilizaram nos 2 meses seguintes.

Observa-se o mesmo comportamento nos retornos do IBOVESPA. Os retornos diários do mercado caíram 5% nos primeiros 5 dias do período sob proteção judicial da empresa, mas a partir daí recuperou a perda e se estabilizou.

Pela análise gráfica podemos dizer que o mercado reagiu negativamente quanto a entrada em RJ da empresa, mas, apenas com a análise gráfica não podemos dizer quanto se deve ao mercado e quanto se deve a Recuperação Judicial.

## Mendes Junior (Fechamento R\$)

Gráfico 21



No espaço de mais de um ano corrido, entre novembro de 2015 e dezembro de 2016, mais precisamente 397 dias, a ação da construtora Mendes Junior Engenharia S.A apresentou negociação em apenas 20 dias. Nos 20 dias que houveram negociação, apenas 32 negociações foram feitas, denotando muito pouca liquidez. Assim, o gráfico de performance relativa (em base 100) com o IBOVESPA fica inconclusivo e comprometido para análise.

O pedido de Recuperação Judicial foi ajuizado na justiça no dia 10/03/2016. A última negociação feita antes do pedido foi no dia 01/03/2016 a R\$ 3,50 e a primeira negociação feita pós entrada em RJ foi feita quase um mês depois, em 01/04/2016, também no preço de R\$ 3,50.

## 2.1 Outros Impactos na Economia

A escalada do número de Recuperações Judiciais no Brasil é um fenômeno relativamente recente e intimamente ligado à operação Lava-Jato e à crise, eventos que ainda parecem estar longe do fim, infelizmente. Parece claro que o elevado número de médias e grandes empresas de todos os setores em processo de reestruturação judicial, vai afetar a economia muito além do que se pode observar no mercado acionário. Indicadores macroeconômicos como o desemprego e taxa de juros, por exemplo, podem ser afetados pelo número de recuperações judiciais em curso no país. Nenhum estudo foi feito a respeito de suposta causalidade (entre RJs e Juros ou RJs e Desemprego). Esta parte do capítulo tem o intuito de discorrer sobre eventuais impactos

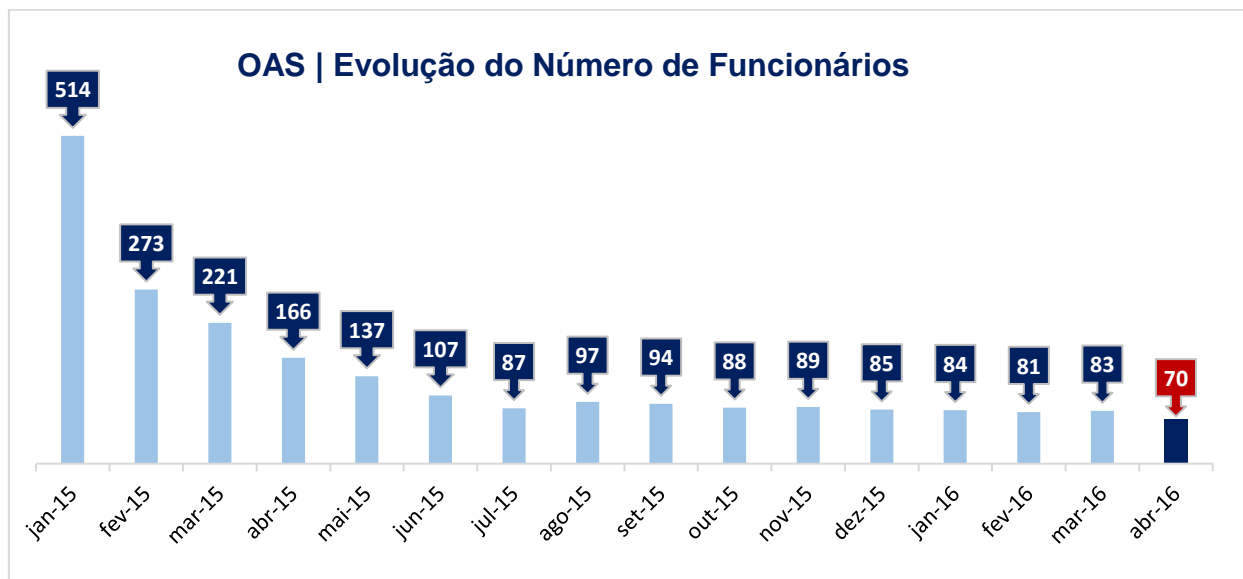
### 2.1.1 Desemprego

As empresas que estão passando por processo de reestruturação, seja ele judicial ou não, frequentemente fazem uso das demissões para reduzir o custo de operação via diminuição de

despesas operacionais. À título de exemplo, se olharmos para a Oi S.A, empresa de maior passivo sob recuperação de nossa amostra, a companhia demitiu em maio de 2015, 2.000 funcionários. Ela ajuizou o pedido de Recuperação Judicial um mês depois perante a 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro.

O Grupo OAS S.A e Galvão Engenharia, dois *players* de grande porte do setor de infraestrutura e também com passivos bilionários (o primeiro com R\$11 bilhões e o segundo com R\$ 2 bilhões) também apresentaram um corte de pessoal significativo.

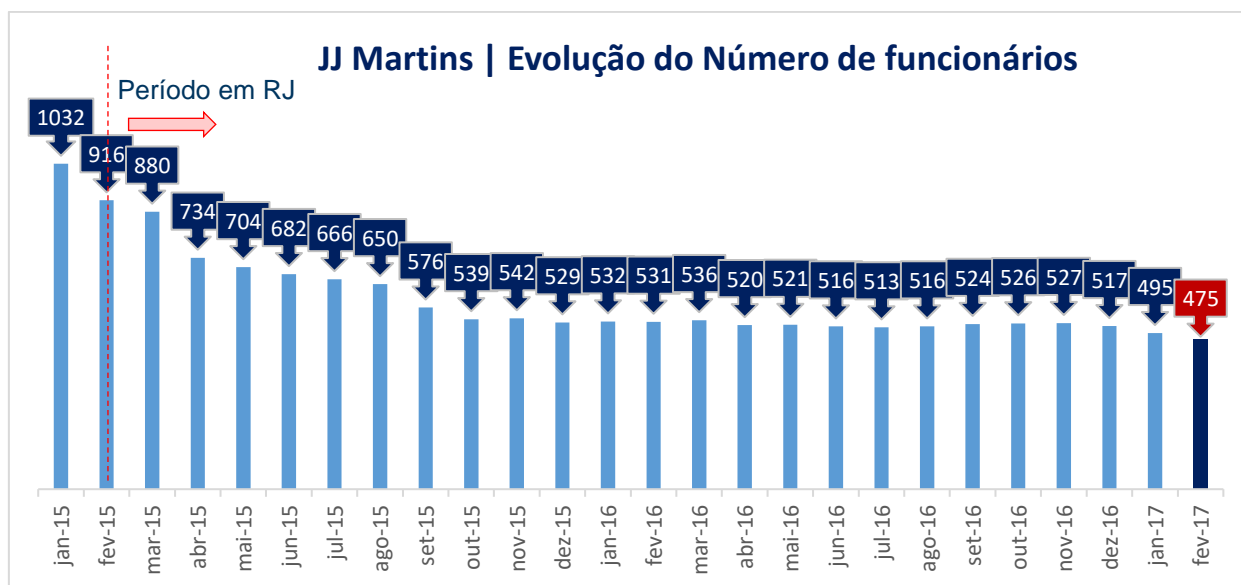
Gráfico 22



Fonte: Alvarez and Marsal do Brasil Consultoria

A OAS S.A apresentou uma redução de 86% no seu quadro de funcionários entre janeiro de 2015 e abril de 2016

Na ponta oposta de nossa amostra, o Grupo JJ Martins, com apenas R\$ 368 milhões em recuperação (comparado com os R\$ 62 bilhões da Oi S.A), empregava diretamente 1.032 funcionários em suas concessionárias, em janeiro de 2015 quando entrou com pedido de RJ. Em janeiro de 2017, a Recuperanda empregava apenas 475, ou seja, uma redução de 54% de seu quadro de funcionários durante o curso da Recuperação Judicial.



Fonte: Alvarez and Marsal do Brasil Consultoria

Na literatura econômica, o desemprego assume três principais formas e para cada forma de desemprego existe uma diferente abordagem para combatê-lo (Jerry Mioshi Kato & Osmar Ponchirolli, 2002). O desemprego causado por assimetria de informação do mercado de trabalho é chamado de desemprego friccional e é considerado pelos economistas uma forma mais benigna de desemprego. A defasagem entre a evolução da tecnologia e do ensino, resulta numa forma de desemprego considerada a mais nociva pela literatura e se aplica também ao caso brasileiro. No entanto, neste trabalho, o tipo de desemprego que estamos tratando é o chamado conjuntural. Ele está ligado a fases de recessão da atividade produtiva. O desinvestimento provoca um desemprego duradouro, podendo haver conflitos com objetivos de curto e de longo prazos (Jerry Mioshi Kato & Osmar Ponchirolli, 2002).

Com a crise atual da economia brasileira, o mercado não consegue absorver os novos desempregados, tampouco manter os que estão empregados. Com o aumento do desemprego, mesmo os que estão empregados se retraem por medo de serem demitidos. Esta retração implica numa diminuição no consumo das famílias que acaba retroalimentando o desemprego e causando um ciclo vicioso. Dados da PNAD indicam que o desemprego fechou o ano de 2016 em 12%, ante 9% registrado ao final de 2015 e 6,5% em 2014. No final do ano passado (2016), o órgão contabilizou 12,3 milhões de desempregados, numa alta de 3,3 milhões se comparado com o ano anterior (2015).

### 2.1.2 Setor Bancário e Mercado de crédito

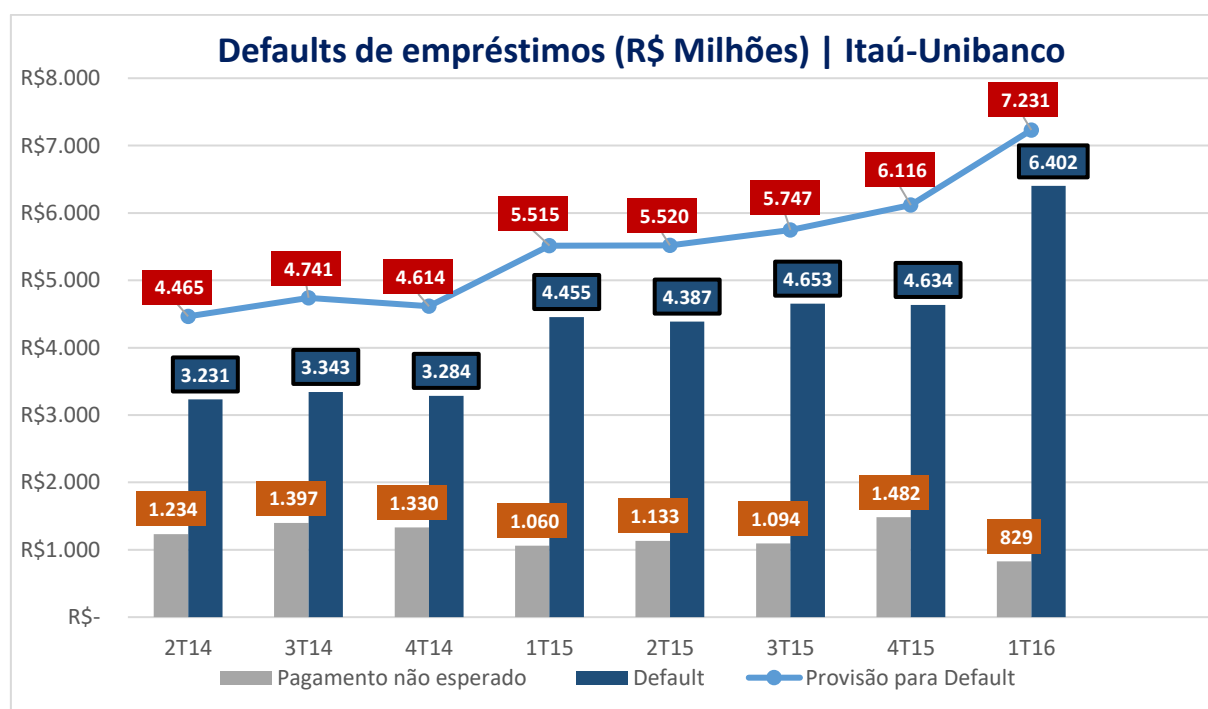
Bancos como o Itaú-Unibanco Holding SA, Banco Santander Brasil SA e Banco do Brasil SA criaram áreas com a meta de auxiliar as companhias credoras a reestruturarem suas dívidas extrajudicialmente, para que não venham a pedir por proteção judicial contra execuções de credores, ou seja, para que não entrem em RJ. Com o aumento da incerteza no ambiente econômico e conseqüentemente a escalada no número de inadimplência, estes mesmos bancos foram obrigados a aumentar a provisão para calotes e *defaults* em seus balanços, para cobrir

possíveis perdas. Os bancos brasileiros vêm aumentando trimestralmente a chamada *bad-loan provision*. Em maio de 2016, o *bad-loan provision* atingiu o recorde de 6,2% do total emprestado.

Uma vez que a empresa entra em Recuperação Judicial, os credores financeiros, que na maioria dos casos são os detentores dos maiores créditos do processo, se veem obrigados a fazer concessões dolorosas para seus balanços em prol das empresas devedoras. Estas concessões frequentemente envolvem *haircuts* consideráveis (muitas vezes superior à 50% do valor atualizado da dívida), alongamento de prazo, pagamento de principal sem contabilização de juros, entre outras medidas. O montante crescente do passivo sob Recuperação Judicial há de afetar invariavelmente o mercado de crédito brasileiro.

Em publicação recente da Reuters (03/05/2017), o diretor de relações com investidores do Itaú-Unibanco, maior banco latino americano, afirma que a exposição do banco em relação a empréstimos para o setor de construção civil e infraestrutura é de R\$ 34 bilhões. O banco vai negociar termos de alongamento de dívida com cada credor. A incerteza no setor de construção civil e infraestrutura levou os bancos a pedirem para que seus credores vendam ativos.

Gráfico 24



Fonte: Reuters

O gráfico acima mostra evolução do contingenciamento para default (*bad loan provivison*) e do calote realizado para o Itaú-Unibanco.

O calote efetivo sofrido pelo Itaú-Unibanco no primeiro trimestre de 2016 corresponde a R\$6,4 bilhões, ante R\$4,6 bilhões registrados no último trimestre de 2015. Ou seja, um aumento de 38% em apenas um trimestre.

Desde a 201ª reunião do COPOM em 31 de agosto de 2016 até a última reunião em 12 de abril de 2017, a SELIC passou de 14,15% para 11,15%. Contudo, esta queda na taxa básica não implica necessariamente que o custo do dinheiro para as empresas e consumidores de forma geral esteja abaixando. A formação das taxas de juros cobradas pelos bancos para empresas e consumidores contabiliza o nível corrente e esperado de inadimplência, margem de lucro dos bancos e a carga tributária. Desta forma, é possível que apesar da redução da SELIC, os juros para o mercado de forma geral possam aumentar.

### **Cápítulo 3 – A Recuperação Judicial nos Estados-Unidos. Performance das empresas em Chapter 11.**

Mesmo nos Estados-Unidos, muitas questões envolvendo o ambiente de negócios, o valor fundamental e a performance das ações de empresas que se encontram em Recuperação Judicial (chamado *Chapter 11*) continuam sem resposta. A falta de pesquisa e análise é devida à falta de informações disponíveis destas empresas em *databases* tradicionais americanos, como o CSRP (*The Center for Research in Securities Prices*). A maioria das empresas listadas em bolsa que entram em Chapter 11 (“*bankrupt stocks*”), são deslistadas dos principais balcões de negociação como o NYSE (*New York Stock Exchange*) e a NASDAQ antes ou durante a entrada em Chapter 11 (período chamado de *bankruptcy filings*). Muitas destas ações acabam sendo negociadas em balcões de negociação secundários como o Pink OTC Markets. Estes balcões de negociação não exigem o mesmo nível de divulgação de informações aos investidores como os principais, tal como a NYSE.

Y.Li e Z.Zhong (2012) afirmam que investir em ações em *Chapter 11* traz prejuízos para os investidores. O fato de pedir proteção judicial tem efeito negativo e significativo, no preço das ações. Contudo, os autores afirmam que nos Estados-Unidos, apesar das evidências de retorno negativo, as ações de empresas em recuperação são amplamente negociadas. Para testar a rentabilidade das empresas em *Chapter 11*, os autores selecionaram uma amostra de 602 empresas (todas em *Chapter 11*) entre 1998 e 2006, na qual a maioria das empresas foram deslistadas e retomaram as negociações no balcão *Pink OTC Markets Inc.* Apesar da queda inicial no preço da ação e de uma maior abertura dos spreads *bid-ask* (diferença entre preço de oferta e preço de venda), mais de 50% das empresas da amostra apresentam negociação todos os dias, mesmo para as ações de empresas que estão há mais de três anos sob *Chapter 11*. No que concerne a propriedade destas ações, os dados mostram que investidores institucionais reduzem de forma significativa a participação de empresas em *Chapter 11* em suas carteiras, durante a entrada em Recuperação Judicial (período chamado de *bankruptcy filings*). O que é chamado de período de *bankruptcy filings* nos Estados-Unidos pode ser visto como o tempo decorrido entre o dia do pedido de Recuperação Judicial e a concessão pelo juiz. A maioria dos trabalhos anteriores sobre avaliação de empresas sob *Chapter 11*, foca em *APR Violation*. *APR* é a sigla em inglês para *Absolute Priority Rule*, que se refere à ordem de prioridade dos pagamentos durante um processo de liquidação ou recuperação judicial. Esta regra determina que os credores sejam pagos antes dos acionistas. *APR violation* ocorre quando a ordem prioritária dos pagamentos não é respeitada. Eberhart, Moore e Roenfeldt (1999) relacionam o preço de uma ação em *Chapter 11* com a expectativa do mercado da ocorrência de uma *APR*

*Violation*. Uma empresa que não respeita a ordem de pagamento dos credores tem grandes chances de não sair da recuperação pois os credores (organizados em comitês ou de forma individual) a qualquer momento podem apresentar embargos contra a recuperação judicial perante a corte e o juiz provavelmente vai decretar a falência da corporação. Assim, uma precificação baseada na expectativa do mercado quanto a ocorrência de *APR Violation* reflete o quanto mercado acredita no soerguimento da empresa sob recuperação.

Após a entrada em *Chapter 11 (post-filing period)*, mais de 90% dos acionistas passam a ser investidores individuais. Y.Li e Z.Zhong (2012) afirmam que as empresas em *Chapter 11* apresentam retornos anormais negativos. Isto não se restringe a um ano específico mas perdura durante todo o processo, na amostra. Os autores afirmam que os retornos anormais negativos não são devidos (como sugere a literatura) exclusivamente ao fato da ação ser deslistada das principais plataformas de negociação. Em mais de 50% dos casos da amostra, as ações são deslistadas dois dias antes do *bankruptcy filing*. Assim, a evidência de que ações em *Chapter 11* apresentam retornos anormais negativos desde o primeiro dia após o *bankruptcy filing* até o final do processo de reestruturação indica que esta classe de ações apresenta fraca performance de modo geral. Na esteira desta afirmação, pergunta-se, porque arbitradores não *shorteiam* e corrigem os preços?

A resposta é que a incerteza de informação no contexto *do Chapter 11* e a dificuldade de *short-selling* dessas ações inibe este tipo de postura por parte dos investidores. A dificuldade de se *shortear* ações em *Chapter 11* advém do fato que a maioria dos ofertantes por aluguel de ações são investidores institucionais, mas como vimos, estes mesmos reduzem em 90% sua participação em empresas que se encontram em reestruturação judicial. Nagel (2005) aduz que a oferta de aluguel de ações tende a ser mais escassa quanto menor for a participação institucional no controle de uma empresa. Muitos fundos de investimentos e a maioria dos fundos de pensão americanos não podem por estatuto, ter ações de empresas em *Chapter 11* em seu portfólio. Isto inibe analistas de *sell-side* de pesquisar esta classe de ações.

Os retornos anormais negativos, observados no mercado americano, são causados por uma sobre avaliação do ativo por parte de investidores otimistas no momento inicial, quando a empresa ingressa no processo de reestruturação e também pelas restrições no mercado de venda a descoberto. A sobre avaliação pode ser atribuída ao alto grau de incerteza. Podemos tomar a volatilidade do ativo como uma medida de risco e conseqüentemente como medida do nível de incerteza. Na literatura mencionada, o retorno das empresas durante o período *Chapter 11* é medido por meio pela seguinte regressão:

$$MHPR = a + B_1 \text{Quoted Spread} + B_2 \text{Intraday Volatility} + B_3 \text{Turnover} + B_4 \text{Institutional Ownership} + \text{Control Variables} + \varepsilon$$

*MHPR (monthly holding period return)* representa o retorno mensal desde o primeiro dia após a entrada e *Chapter 11* até o final do processo. *Quoted Spread* é o spread médio diário entre *bid-ask*; *Intraday Volatility* é a volatilidade média no intraday; *Turnover* é o volume médio diário de negociação; e *Institutional Ownership* é o nível de participação institucional no capital da empresa (*Institutional Ownership*). O nível de participação institucional no capital da empresa é tomado com uma proxy para o nível de restrição no mercado de venda a descoberto destas ações. As demais variáveis explicitadas da regressão acima, são usadas como proxy para medir o nível de incerteza das informações. Os autores rodam a regressão controlando para o



risco de violação da regra prioritária de pagamento (*APR violations*). Os resultados mostram que nos Estados-Unidos, o retorno das ações em *Chapter 11* variam negativamente com o spread médio diário, com a volatilidade média no intraday e com o volume médio negociado. Ou seja, um aumento em qualquer uma destas variáveis implica numa diminuição do retorno da ação. Ações com menor participação institucional no capital da empresa, apresentam retornos negativos maiores ao longo do processo de reestruturação. Todas as proxies usadas para medir o nível de incerteza e as restrições no mercado de venda a descoberto tem efeitos significativos.

Outro resultado importante da literatura acerca do desempenho desta classe de ações nos Estados-Unidos é o fato de que as empresas que apresentaram um plano de recuperação previamente ao pedido de *Chapter 11* apresentam retornos maiores durante toda a duração do processo. Essas empresas entram no processo com um chamado “*prepackaged plan*”. Esse resultado é de certa forma intuitivo pois a empresa que entra no processo de reestruturação judicial com um plano pré-aprovado, teve que buscar um acordo entre seus credores e acionistas antes de homologar na justiça o pedido de recuperação, reduzindo de forma substancial o nível de assimetria de informação entre devedor, credor e investidores. Em última análise, isso estimularia a permanência dos investidores institucionais.

Nos Estados-Unidos, agentes do mercado financeiro frequentemente denominavam as ações das empresas em Recuperação Judicial como “*orphan equities*”. Alguns trabalhos na literatura apontaram retornos anormais positivos para as ações de empresas que se soergueram do processo de reestruturação judicial (Eberhart, Aggarwal e Altman, 1999). Cabe-nos explicitar que estes resultados não contradizem os resultados achados pelos autores Y.Li e Z.Zhong (2012) no sentido que o objeto focal destes autores é a performance das ações durante o processo de *Chapter 11* ou que estão em fase preparatória (*bankruptcy filings*). Na esteira das afirmações feitas por Eberhart, Aggarwal e Altman (1999), Sandler e Lowenstein (1991) apontaram ganhos de 50% a 100% na negociação de ações de empresas recém reestruturadas nos 200 dias que seguem a saída da empresa do procedimento de recuperação judicial. Os retornos anormais tendem a ser mais significativos nas datas em torno da divulgação dos resultados (*earnings release*). Além destes resultados, de certa forma surpreendentes, os mesmos autores (Eberhart et Al, 1999) apontam uma tendência de agentes do mercado financeiro americano investirem em empresas que já passaram por algum tipo de reestruturação financeira. Todavia, vale ressaltar que estes resultados são de 1999, ou seja, antes da crise financeira de 2008.

O desempenho operacional pós-reestruturação judicial é uma medida frequentemente utilizada para avaliar o sucesso do processo de reorganização da empresa (Abu Towhid Muhammad Shaker, 2014). O desempenho no mercado acionário constitui uma medida das expectativas dos investidores que por sua vez refletem o sucesso ou não do processo de reorganização da empresa. Para fins de comparação tanto da performance operacional quanto da performance no mercado acionário, Abu Towhid M. Shaker (2014), usa a performance de outras firmas na mesma indústria como grupo de controle e usa índices de setores de mercado como *benchmarks*.

Em seu trabalho, Abu Towhid M. Shaker (2014) , analisa o desempenho de 258 companhias que saíram oficialmente do processo de reestruturação judicial, sendo 196 firmas privadas e 62 públicas. O retorno diário apresentado pelas companhias foi extraído da base de dados do CRSP. O autor emprega a metodologia de estudo de evento junto com CAPM para analisar o

desempenho das ações em *Chapter 11* nos Estados Unidos. Os retornos esperados do ativo  $j$  no tempo  $t$  podem ser modelados pela equação:

$$E(R_{jt}) = a_j + b_j \cdot R_{m,t} + e_{j,t}$$

Onde  $R_{m,t}$  representa o retorno de um índice específico de mercado no tempo (dia)  $t$  usado como proxy para o retorno do portfólio de mercado;  $e_{j,t}$  é o termo de erro e os termos  $a_j$  e  $b_j$  são os parâmetros do modelo de mercado calculados por MQO. Finalmente, os retornos anormais são calculados dia-a-dia na janela de estudo de evento pela equação:

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - E(R_{j,t})$$

Os resultados encontrados para a amostra do período de 2007-2011, ou seja, após a crise financeira de 2008, indicam retornos anormais (acumulados médios) negativos. Contudo, apesar da significância estatística dos resultados, os retornos negativos foram relativamente pequenos, na ordem de -0,58% a -0,39%, se comparados com os retornos positivos reportados por Sandler e Lowenstein (1991). Possíveis explicações para os retornos negativos na amostra de empresas entre 2007 e 2011 podem ser a tendência de baixa do mercado pós-crise (*bearish Market*) e a percepção negativa por parte dos investidores da escalada do número de empresas em *Chapter 11*. Após a crise de 2008, os investidores aparentemente passaram a enxergar com outros olhos as empresas em recuperação judicial.

Saindo do escopo do presente trabalho, vale mencionar o trabalho de Ahmad et Al. (2008) examinaram a performance das ações de 35 empresas da Malásia que emergiram do processo de reestruturação judicial, entre 2002 e 2004. Contrariamente ao que foi descrito com base na literatura norte-americana para o período pré-crise financeira de 2008, os autores apontaram a evidência de retornos anormais significativamente negativos nos 200 dias que seguiram a saída da empresa da Recuperação Judicial.

Com base na literatura a respeito da performance de empresas americanas em recuperação, podemos dizer que há evidências de retornos negativos durante o processo de *Chapter 11*. No tocante às empresas que saíram do processo de recuperação judicial, as evidências são mistas. Alguns pesquisadores (Sandler e Lowenstein, 1991) demonstram retornos positivos para as empresas que se soergueram do processo, antes da crise do subprime de 2008. Todavia, os trabalhos posteriores que consideraram a performance das empresas após a crise (Abu Towhid M. Shaker, 2014) demonstram retornos negativos. Poderíamos pensar que a crise de 2008 mudou a percepção do mercado quanto ao instrumento da Recuperação Judicial, nos Estados Unidos. Um contexto de crise nacional pode mudar a confiança do mercado quanto a capacidade das empresas se recuperarem e uma vez recuperadas, quanto a capacidade de voltarem a inferir lucros no longo prazo. Este cenário e as mesmas conclusões acima descritas podem se repetir no Brasil, dado o momento econômico que estamos vivendo. Todavia ainda não há tempo suficiente para tirar qualquer conclusão a respeito da animosidade do mercado em relação às empresas que estão sob a proteção da Lei 11.101/2005 e a crise está longe do fim.

## Conclusão

Quanto maior a empresa, maior o passivo que ela tem sob proteção judicial. Uma ida a falência de uma empresa de grande porte, como o caso da Oi, com mais de R\$60 bilhões de dívida, ou da OAS com mais de R\$ 10 bilhões, pode causar uma perda grande demais para bancos, fundos de investimento, fundos de pensão, fornecedores e toda a cadeia de credores. Sabemos que o procedimento legal da RJ prevê *haircuts* e alongamento de prazo de pagamento de dívidas. Sabemos também que invariavelmente, no processo de reestruturação operacional e financeira, cortes de funcionários vão acontecer.

Logo, quanto maior for a empresa, maiores serão as perdas que a economia (e a sociedade) tem com a sua entrada em RJ. Estas perdas vão desde um mercado de crédito mais restrito devido ao alto nível de inadimplência até um mercado de trabalho com menos oferta de emprego e sobrecarga nas varas empresariais e trabalhistas, que em última análise podem reduzir ainda mais a eficiência do judiciário. Assim, existem consequências socioeconômicas importantes decorrentes do aumento do desemprego e da destruição da fonte geradora de recursos.

Existem casos hoje no Brasil, de empresas em Recuperação Judicial que são *too big to fail*. Ou seja, o governo (no caso da Oi S.A) ou mesmo os grandes bancos privados (no caso da PDG Realty) não podem deixar a empresa ir à falência porque eles estão muito expostos.

Logo, são muitas as perdas envolvidas num processo de reestruturação judicial. Porém estas perdas são muito maiores se estas empresas em recuperação não saírem do processo de Recuperação Judicial e forem a falência. A SERASA, acompanhou o processo de 3.522 empresas brasileiras durante 10 anos sob RJ. Deste total apenas 218 empresas saíram da Recuperação Judicial. Do total, 2.576 ainda continuam sob proteção da lei (ou seja, não saíram) e o resto, 728 foram à falência. Assim, a taxa de sucesso no Brasil, da Recuperação Judicial é de 23%, para a amostra analisada. Excluindo as instituições financeiras e empresas que entraram com pedido de *Chapter 11* antes de 1994, Lynn LoPucki e Joseph Doherty (2014) apontam uma taxa de sucesso de 70% na economia americana. Muito superior ao que se é visto no Brasil. Os autores fazem um estudo econométrico onde a variável de interesse é a *Bankruptcy Survival* que pode ser traduzido por Sobrevivência à Recuperação Judicial em português. O objetivo é descobrir os fatores determinantes para o sucesso da reestruturação judicial. Os autores apontam cinco pontos essenciais para aumentar a chance de sobrevivência da companhia, em ordem de importância: ter um juiz experiente em falência regendo o processo; ter um plano previamente negociado entre credores e devedor (*prepackaged plan*); acesso a *DIP financing*

(facilitado mediante acordo prévio com credores); não sinalizar a intenção de vender a empresa mediante venda de ativos; não formar comitê de credores. Segundo os autores esta é a receita, nos Estados-Unidos, para maximizar as chances de soerguimento da empresa.

Como isso tudo se aplica no Brasil? A questão da experiência do magistrado em recuperações judiciais pode ser resolvida com programas de treinamento específicos para falências e recuperações ou simplesmente com o tempo (*learning by doing*). Plano previamente acordado entre credores e devedor já é algo comumente feito no Brasil, sobretudo nas RJs de empresas de grande porte, onde os credores financeiros (geralmente os maiores credores) sentam com a empresa devedora e chegam num acordo antes mesmo de se entrar com o pedido na justiça. Não formar comitês de credores é algo relativamente simples e pode ser chegado mediante acordo entre credores e devedor. Não sinalizar a intenção de vender também é uma postura fácil de se adotar por parte do empresariado. Assim, estes quatro pontos levantados podem ser vistos como decisões endógenas a empresa devedora e seus credores. Todavia, tem um ponto que não falamos que é o acesso a *DIP financing*. De todos os pontos levantados pelos autores, este constitui um fator exógeno tanto à empresa quanto aos credores. O mercado privado de crédito no Brasil carece de incentivos para fazer aporte de capital para empresas em dificuldade. Os incentivos neste caso não são financeiros porque as taxas de juros cobradas no país são altas o suficiente para tornar quase qualquer empréstimo lucrativo. O incentivo necessário ao mercado de crédito deve vir do sistema judiciário. A justiça deve conceder o arcabouço legal para que as instituições se sintam seguras em emprestar dinheiro para o empresário em dificuldade. Para fins de exemplo, comparando mais uma vez com os Estados-Unidos, a corte concede prioridade nos recebimentos para quem aporta capital durante o *Chapter 11*. Ou seja, o credor que aportou dinheiro para a empresa após o pedido de RJ passa na frente dos credores previamente listados antes do pedido. Exclui-se deste caso os credores trabalhistas que devem ser pagos invariavelmente em até um ano após o pedido (tanto no Brasil quanto nos Estados-Unidos). Assim para que a empresa não entre num ciclo de destruição de valor, vendendo ativos imprescindíveis para a sua recuperação, o corpo jurídico empresarial brasileiro deveria pensar numa reforma da própria Lei 11.101/2005 urgentemente. Assim, nosso trabalho conclui que a Recuperação Judicial pode ser um meio para continuação da atividade econômica no Brasil, mas do jeito que o mercado de crédito está, o dispositivo previsto pela lei só vai prolongar a ida a falência do corpo empresarial. Precisamos de uma reforma na lei.

### **Bibliografia:**

<http://www.brasil.gov.br/cidadania-e-justica/2015/12/brasil-reduziu-extrema-pobreza-em-63-em-10-anos-e-manteve-conquistas-na-crise-1> Acesso em:08 outubro 2016

<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst206.html> Acesso em: 10 de outubro 2016

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm)

Acesso em: 10 de outubro 2016

<http://www.tjrj.jus.br/web/guest/consultas/relacao-nominal-de-credores>

Acesso em: 11 de outubro 2016

[https://en.wikipedia.org/wiki/Debt\\_overhang](https://en.wikipedia.org/wiki/Debt_overhang) Acesso em: 05 de novembro 2016

<http://www.conjur.com.br/2010-mai-01/lei-falencias-atrapalha-financiador-impede-acesso-capital-giro> Acesso em: 05 de novembro 2016

[http://www.reuters.com/article/itau-unibco-hldg-results-idUSL1N1I50BO?type=companyNews&feedType=RSS&feedName=companyNews&utm\\_source=feedburner&utm\\_medium=feed&utm\\_campaign=Feed%3A+reuters%2FcompanyNews+%28News+%2F+US+%2F+Company+News%29&utm\\_content=Google+International](http://www.reuters.com/article/itau-unibco-hldg-results-idUSL1N1I50BO?type=companyNews&feedType=RSS&feedName=companyNews&utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed%3A+reuters%2FcompanyNews+%28News+%2F+US+%2F+Company+News%29&utm_content=Google+International) Acesso em: 08 de junho 2017

<http://noticias.serasaexperian.com.br/blog/2016/10/07/a-cada-quatro-empresas-com-processo-de-recuperacao-judicial-encerrado-uma-volta-a-ativa-revela-estudo-inedito-da-serasa-experian/> Acesso em: 15 de maio 2017

**Manoel Justino Bezerra Filho.** 2014, Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005 Comentado artigo por artigo.

**Lynn M. LoPucki, Joseph W. Doherty** (University of California, Los Angeles). 2014, Bankruptcy Survival (8-12; 26-43)

**Stuart Slatter, David Lovett.** 2014, Como Recuperar uma Empresa

**Eberhart, Allan C., Edward I. Altman, and Reena Aggarwal.** "The equity performance of firms emerging from bankruptcy." *The Journal of Finance* 54.5 (1999): 1855-1868.

**Torres, German, and Cristina Lelis Leal.** "Influência da Liquidez sobre o Aprecamento de Ativos com Risco no Mercado Acionário Brasileiro."

**Li, Yuanzhi, and Zhaodong Ken Zhong.** "Investing in Chapter 11 stocks: Trading, value, and performance." *Journal of financial markets* 16.1 (2013): 33-60.

**Sandler, Linda, and R. Lowenstein.** "Post Bankruptcy Shares: Next Big Play." *Wall Street Journal*, May 16 (1991).

**Ahmad, Abd Halim, Hanita Kadir, and Ahmad Husni Hamzah.** "The equity performance of Malaysian companies emerging from financially distressed condition." *International Journal of Business and Society* 9.1 (2008): 103.

**Abu Towhid Muhammad Shaker.** "The Equity Performance of U.S. Firms Emerging from Chapter 11 Bankruptcy" (2014): 2-12.

**Ahmad, Abd Halim, Hanita Kadir, and Ahmad Husni Hamzah.** "The equity performance of Malaysian companies emerging from financially distressed condition." *International Journal of Business and Society* 9.1 (2008): 90-95.