UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

FERNANDA KAROLINY NASCIMENTO JUPETIPE

Custos de falência da legislação falimentar brasileira

São Paulo

2014

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Junior
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof^a Dr^a Silvia Pereira de Castro Casa Nova
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade

FERNANDA KAROLINY NASCIMENTO JUPETIPE

Custos de falência da legislação falimentar brasileira

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Eliseu Martins

Versão Corrigida

(Versão original na Unidade que aloja o programa)

São Paulo

2014

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Jupetipe, Fernanda Karoliny Nascimento

Custos de falência da legislação falimentar brasileira / Fernanda

Karoliny Nascimento Jupetipe. – São Paulo, 2013.

77 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2014.

Orientador: Eliseu Martins.

Nome: Fernanda Karoliny Nascimento Jupetipe

Título: Custos de falência da legislação falimentar brasileira

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em: 09 de janeiro de 2014

Banca examinadora

Prof. Dr. Eliseu Martins

Instituição: FEA - USP

Assinatura: _____

Prof. Dr. Luiz Nelson Guedes de Carvalho

Instituição: FEA - USP

Assinatura: _____

Profa. Dra. Elionor Farah Jreige Weffort

Instituição: UNIFECAP

Assinatura: _____

Aos meus pais, Carlos e Ines.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Prof. Dr. Poueri C. Mário por um dia ter soprado em meus ouvidos a ideia de fazer mestrado na USP e desde o meu bacharelado ter contribuído de forma diferenciada na minha formação, sendo além de mestre, um apoio nos momentos de dúvida e desespero e grande incentivador. Ao Prof. Dr. Eliseu Martins, meu agradecimento por me orientar neste trabalho e por suas valiosas contribuições em sala de aula. Aos demais mestres do programa, meu agradecimento pelo conhecimento transmitido, de modo particular, agradeço ao Prof. Dr. L. Nelson G. Carvalho pela dedicação e humanidade com que trata seus alunos.

Não poderia deixar de agradecer aos colegas do mestrado e doutorado, de modo particular a Estela, ao Cláudio e ao Daniel pelo companheirismo e pelas boas risadas mesmo diante da iminência de uma prova de métodos quantitativos.

Agradeço também as minhas amigas Valquíria Brito e Aparecida Cassimiro por terem me acolhido em suas casas e em seus corações e fazer com que a distância da família fosse superada. A Carolina Norberto, Karina Coelho, Ana Clara P. Lopes, Ana Regina Ribeiro, Maurício Moreira, Daniel Pontes e Débora Z. Aguilar agradeço pela amizade, apoio e incentivo.

Agradeço aos juízes e demais servidores das 1ª e 2ª Varas de Fazenda Pública, Falências, Concordatas e Registros Públicos da Comarca de Contagem, da 1ª Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte e da 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo por terem viabilizado esta pesquisa. Gostaria de agradecer ao CNPq (Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico) pelo apoio concedido ao desenvolvimento desta pesquisa.

Agradeço aos meus pais, Carlos e Ines, por terem me transmitido o que têm de melhor em cada um e terem me dado os presentes mais preciosos que alguém poderia ter: Christian, Lucas, Bruno e Matheus, por consequência. Obrigada pelo amor de vocês.

Por fim, agradeço a Deus e a Nossa Senhora das Graças, que sempre abriram os meus caminhos e guiaram os meus passos.

RESUMO

A condução de processos de falência ou de recuperação geram custos, principalmente, aos seus participantes diretos: credores e devedora. Esses custos são chamados custos de falência e são classificados em diretos e indiretos. Os custos diretos são representados pelas despesas administrativas do processo jurídico, tais como honorários do administrador judicial, custas e despesas judiciais. Os indiretos são os custos de oportunidade incorridos para os participantes devido à participação em processos de falência ou de recuperação, tais como a dificuldade em obter crédito, ou o tempo despendido no processo. Admitindo-se a presença desses custos, este trabalho objetivou identificar, mensurar e classificar os custos de falência para os participantes diretos desses processos (devedor e credores) conduzidos sob a legislação falimentar brasileira a fim de compará-los aos custos encontrados em trabalhos internacionais que trataram sobre o tema. Por meio da consulta de processos de falência e de recuperação judicial nas comarcas de São Paulo-SP, Belo Horizonte-MG e Contagem-MG, foi possível coletar os dados necessários para o desenvolvimento desta pesquisa. Como resultados principais foram encontrados que os desembolsos ocorridos nos processos de falência foram de em média 35% do ativo final da falida, os ativos das falidas perderam, em média 47% do valor, a taxa de recuperação total dos credores foi de, em média, 12% e os processos duraram 9 anos, em média. Em relação aos processos de recuperação, os custos diretos foram de, em média, 26% do ativo inicial da recuperanda, a taxa de recuperação dos credores foi, em média, de 25% e a duração de processos foi de 4 anos, em média. A análise dos resultados conduziu à indicação de que o processo falimentar brasileira é moroso e oneroso, considerando-se os resultados encontrados nos estudos internacionais utilizados como parâmetro, e que a dificuldade em se maximizar o valor do ativo da falida e ressarcir credores em ambos os procedimentos é um desafio não somente para o Brasil.

Palavras chave: Falência. Recuperação empresarial. Custos de falência.

ABSTRACT

The procedure of bankruptcy generates costs, especially for bankrupt and creditors. These costs are named costs of bankruptcy and are classified into direct and indirect. Direct costs are represented by the administrative expenses, such as trustee's fees, legal costs and expenses. Indirect costs are incurred opportunity for participants due to participation in liquidation or reorganization, such as difficult in obtain credit, time expended in processes. Assuming the presence of these costs, this study aimed to identify, measure and classify bankruptcy costs for direct participants in these processes conduct under Brazilian bankruptcy law in order compare them to the costs found in international studies that treated on the subject. Through analyses of bankruptcy proceedings in the districts of São Paulo-SP, Belo Horizonte-MG and Contagem-MG, it was possible to collect the necessary data for the development of this research. The main results were found that payments incurred in liquidation were on average 35% of the final asset of the bankrupt, the bankrupt 's assets lost on average 47 % of its value, the total recovery rate of creditors was on average 12% and processes lasted 9, on average Regarding reorganization, direct costs were average 25.46 % of the initial asset of the firm, the recovery rate of creditors was on average 25 % and duration of procedures was 4 years on average. The results led to the indication that the Brazilian bankruptcy law is slow and expensive considering the results of international studies used as a parameter, and the difficulty in maximizing the value of the bankrupt's assets and repay creditors in both procedures is a challenge not only for Brazil.

Key words: Liquidation, Reorganization. Costs of bankruptcy.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variação do valor do ativo de acordo com o tamanho da empresa.....	36
Tabela 2- Quantidade de processos consultados.....	42
Tabela 3 – Custos diretos em relação ao ativo inicial.....	62
Tabela 4 – Custos diretos pagos em relação ao ativo inicial.....	63
Tabela 5 – Custos diretos em relação ao ativo final da falida.....	64
Tabela 6 – Custos diretos pagos em relação ao ativo final da falida.....	65
Tabela 7 – Tempo despendido nos processos de falência.....	66
Tabela 8 – Variação do valor do ativo da falida.....	69
Tabela 9 – Variação do valor do ativo da falida líquido dos custos diretos.....	70
Tabela 10 – Taxa de recuperação dos credores em processos de falência (total)	71
Tabela 11 – Taxa de recuperação dos credores em processos de falência (por classe)	72
Tabela 12 – Custos diretos em relação ao ativo inicial.....	73
Tabela 13 – Tempo despendido nos processos de recuperação.....	74
Tabela 14 – Custos de oportunidade para a devedora.....	75
Tabela 15 – Custos de oportunidade para os credores.....	75
Tabela 16 – Taxa de recuperação dos credores em processos de recuperação (total)	76
Tabela 17 – Taxa de recuperação dos credores em processos de recuperação (por classe)....	76
Tabela 18 – Tamanho das empresas dos processos de recuperação.....	77

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1	Função da legislação falimentar	13
2.2	Metas dos procedimentos na insolvência	14
2.2.1	Liquidar ou reorganizar	15
2.3	Institutos da falência e da recuperação no Brasil.....	17
2.3.1	Falência (liquidação).....	20
2.3.2	Recuperação judicial (reorganização).....	25
2.4	Custos de falência	29
2.4.1	Estudos sobre custos de falência.....	30
2.4.1.1	Branch, 2002.....	31
2.4.1.2	Warner, 1977.....	32
2.4.1.3	Weiss, 1990.....	33
2.4.1.4	Campbel, 1997.....	34
2.4.1.5	Bris, Welch e Zhu, 2006	36
3	METODOLOGIA	39
3.1	Limitações	44
4	RESULTADOS E ANÁLISES	46
4.1	Processos de falência.....	46
4.2	Processos de recuperação judicial	49
4.3	Síntese dos resultados encontrados e dos estudos internacionais.....	51
5	CONCLUSÃO	55
	REFERÊNCIAS.....	59
	APÊNDICES.....	62

1 INTRODUÇÃO

Quando uma empresa encontra-se em crise financeira, existem dois institutos legais, no Brasil e na grande maioria dos países, para lidar com essa situação: a falência (liquidação) e a recuperação (reorganização). Para Aghion et al (1992), a utilidade de o Estado estabelecer regras mínimas na falência e na recuperação decorre da necessidade de se evitar perdas durante os processos e de se conduzi-los de forma organizada.

A falência deve ser decretada quando a empresa se tornou inviável financeiramente. Esse processo consiste em, basicamente, liquidar os ativos da devedora e repartir o resultado entre os credores para que estes sejam restituídos, ao menos em parte. Já a recuperação é um processo pelo qual empresas viáveis têm condições de, por meio da proposição e execução de um plano de recuperação, adotar medidas que permitam superar a crise financeira e garantir a continuidade da empresa.

Apesar dos benefícios que podem ser propiciados pelas leis, o desenvolvimento e a aplicação destas geram custos, os chamados custos de transação políticos (FURUBOTN & RICHTER, 2000). De modo particular, a condução de processos sob a legislação falimentar gera custos de falência, principalmente para os seus participantes diretos: credores e devedores.

Os custos de falência são classificados em custos diretos e custos indiretos (FISHER & MARTEL, 2005; WEISS, 1990; WARNER, 1977). Os primeiros são gastos relacionados diretamente ao processo jurídico, tais como honorários do administrador judicial e de peritos e custas judiciais; os últimos são os custos de oportunidade nos quais as empresas incorrem por participarem de um processo falencial ou de recuperação, como o tempo despendido no processo, dificuldade de obtenção de crédito, queda de receita operacional, recebimento da dívida com deságio, dentre outros.

A quebra de uma empresa gera custos não somente aos seus participantes diretos, mas também para a sociedade como um todo. De acordo com Altman (2006, p. 7), "em um sistema econômico, a contínua entrada e saída de entidades são componentes naturais". Embora natural, a falência de empresas é algo complexo, pois envolve não somente as partes diretamente envolvidas (credores e devedores), mas também os empregos que são perdidos, os impostos que deixam de ser arrecadados, os produtos ou serviços que deixam de ser

ofertados. Por esses exemplos, é possível observar que a sua ocorrência afeta toda a sociedade, de modo particular a economia que, por sua vez, também impacta na taxa de quebras das empresas. Desse modo, é conveniente tratar o tema abordando-se não somente o aspecto jurídico ou econômico, mas buscar a influência e a relação entre as áreas. No que se refere à recuperação, tem-se o risco de conceder esse benefício legal a uma empresa inviável e, assim, apenas postergar a sua liquidação pela falência. Isso poderia trazer perdas maiores se comparadas às perdas de uma falência que poderia ter sido antecipada.

Medir todos os impactos da falência e da recuperação de forma tão ampla é algo extremamente difícil; no entanto, é possível observar os custos gerados na condução desses processos jurídicos.

Estudos internacionais tais como Warner (1977), Weiss (1990), Campbel (1997) e Bris, Welch e Zhu (2006) têm mostrado que os custos diretos de falência podem ser significativos em relação ao valor do ativo das empresas devedoras nos processos de reorganização e liquidação. Isso desfavorece o alcance dos objetivos da falência – ressarcir credores - e da recuperação – permitir o soerguimento da empresa –, uma vez que os custos consomem os recursos a serem distribuídos entre os credores e podem prejudicar a superação da crise pela empresa devedora. Essas razões se mostram suficientes para impelir a busca de análises a respeito desses custos a fim de minimizá-los, de modo que causem menos perdas nesses processos.

Diante do contexto apresentado, surge como questão desta pesquisa: **quais os custos envolvidos nos processos de falência e de recuperação conduzidos sob a legislação falimentar brasileira, comparativamente a estudos internacionais?**

Este trabalho se restringe a buscar evidências dos custos gerados pela aplicação da lei falimentar brasileira somente para os participantes diretos do processo (devedores e credores), uma vez que não se pretende estender esta pesquisa aos custos sociais envolvidos em quebras de empresas.

Para responder à questão da pesquisa apresentada, este trabalho tem como **objetivo final** analisar comparativamente aos estudos internacionais quais são os custos presentes nos processos de falência e de recuperação judicial conduzidos sob a legislação falimentar

brasileira. A fim de atingir esse propósito, tem-se como **objetivos intermediários** identificar, classificar e mensurar os custos diretos e indiretos¹ desses processos para os seus participantes (devedores e credores) por meio da utilização de *proxies* que representem os custos sob análise.

Esta pesquisa justifica-se pela relevância do tema e por buscar evidenciar se os institutos da falência e da recuperação são conduzidos de uma maneira eficiente, principalmente em relação à alocação de recursos e à celeridade dos processos.

Outra motivação para este estudo é que, quando se trata de falência no Brasil, muito se discute na área de Finanças e Contabilidade a respeito da previsão da insolvência e do período anterior à decretação da quebra, mas pouco se aborda sobre os procedimentos adotados na condução dos processos de empresas insolventes (MÁRIO & AQUINO, 2004). Prever de maneira adequada a probabilidade de insolvência de uma empresa é relevante, principalmente para as instituições fornecedoras de crédito e, portanto, discutir os procedimentos adotados em relação a essas empresas também se mostra pertinente, uma vez que a legislação falimentar pode influenciar a taxa de juros, a oferta de créditos e os investimentos feitos em um país (FUNCHAL, 2009).

A ausência de estudos brasileiros que evidenciem os custos da falência ou da recuperação caracteriza a originalidade desta pesquisa em nosso contexto. Os achados da pesquisa podem contribuir para que todos os interessados na temática possam refletir sobre a efetividade da legislação aplicada, bem como apurar os custos decorrentes da aplicação de uma lei no Brasil.

¹ As *proxies* dos custos indiretos não serão avaliadas monetariamente, mas serão mensuradas tendo como base outras unidades de medida, e quando não for possível mensurá-las elas serão apenas descritas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Função da legislação falimentar

Uma empresa pode ser entendida como uma rede de contratos. Esses contratos são estabelecidos entre sócios, fornecedores de crédito, empregados e outros agentes que, de alguma maneira, investem na empresa na expectativa de obter algum retorno. Por exemplo, fornecedores de crédito emprestam dinheiro para receber de volta o principal acrescido de juros; um empregado oferece a sua mão de obra para receber um salário.

No entanto, existe um desequilíbrio de poder entre os sócios e os demais agentes: aqueles têm o poder de gerir a empresa; os demais, não. Conforme apontado por Hertig e Kanda (2004), os sócios, antes de fecharem um contrato, podem mentir a respeito dos seus ativos e real situação econômico-financeira e, depois de assinado o contrato, podem violá-lo e diluir seus ativos ou investir em projetos de risco elevado. Isso acarretaria a não satisfação dos credores, além de poder conduzi-los a quebra.

Nesse contexto, o direito empresarial tem a finalidade de servir ao interesse social por meio da sustentação da garantia do cumprimento de contratos e, em casos de descumprimento destes, amparar a vítima da quebra no que se refere à reparação dos danos sofridos.

O problema da quebra de contratos se torna maior quando envolve vários credores de uma única empresa ou grupo econômico e não há bens suficientes para o reembolso de todos (AGHION et al, 1992). Nesses casos, segundo Aghion et al (1992) e Hart (2000) a tentativa de cada credor em receber seus direitos pode fazer com que os ativos da empresa sejam desmantelados, podendo causar perdas para todos os credores. Para evitar esse problema, utiliza-se da lei de falência para promover a venda dos bens da falida e, por meio de um processo organizado, distribuir o resultado obtido entre os credores. Para Baird (1986), a lei de falência evita gastos e destruição do valor da empresa por oferecer um procedimento conjunto em que os direitos de todos os credores são considerados e avaliados para que, depois, eles possam receber de acordo com um esquema de prioridade.

Para Aghion et al (1992), num mundo ideal, a questão da divisão dos bens entre os credores de uma empresa insolvente poderia ser feita sem a participação do Estado, desde que tal

distribuição fosse colocada de forma específica nos contratos. No entanto, isso não ocorre. Para Hart (2000), é dessa lacuna nos contratos que surge a necessidade de o governo estabelecer regras mínimas na falência. Assim, a intervenção do Estado por meio da legislação falimentar garante o direito de todos os credores aos bens do devedor e que a divisão desses bens entre eles seja feita de forma organizada, centralizada e sob uma ordem preestabelecida. Para Hertig e Kanda (2004) essa proteção que a lei de falência oferece aos credores é uma contrapartida da responsabilidade limitada dos sócios que permite a intangibilidade do patrimônio destes, decorrentes dos contratos estabelecidos com as pessoas jurídicas que representam.

Além da defesa explícita dos direitos dos credores, a lei de falência é um mecanismo de incentivos que influencia o comportamento dos agentes e o funcionamento da economia, pois afeta os resultados esperados em caso de insucesso (LISBOA et al., 2005); dessa forma, a legislação falimentar afeta a oferta de crédito e a taxa de juros, por exemplo. Nessa linha de raciocínio, Securato et al. (2004) demonstram que a maneira como é estabelecida a prioridade no pagamento de credores na falência faz com que exista um custo adicional de subordinação dos passivos financeiros.

2.2 Metas dos procedimentos na insolvência

Apenas a existência de uma lei de falência não é o bastante para garantir que, em casos de quebras, todos os credores sejam pagos. Para efetiva garantia do direito destes, é necessário que o procedimento adotado na insolvência seja eficiente. Os dois mecanismos utilizados na grande maioria dos países a fim de se obter um melhor resultado nessas situações são liquidação (falência) e reorganização (recuperação). O primeiro consiste em basicamente vender os ativos da devedora e distribuir o resultado entre os credores. O segundo oferece à empresa a oportunidade de superar a crise e continuar operando.

Um estudo desenvolvido por Hart (2000) apresenta um consenso entre profissionais da economia e do direito sobre quais os objetivos de procedimentos na insolvência e as características que tornam esses processos eficientes. Como resultado desse estudo, obteve-se

que, independentemente do procedimento adotado na insolvência (liquidação ou reorganização), deve-se alcançar as seguintes metas sintetizadas a seguir:

1ª Meta: <i>Ceteris paribus</i> , um bom procedimento na insolvência deve entregar um resultado <i>ex-post</i> eficiente.	Deve maximizar o valor total (medido em termos monetários) disponível a ser dividido entre os devedores, credores e outras possíveis partes interessadas. A empresa deve ser reorganizada, vendida como se estivesse em continuidade, ou ser encerrada e ser vendida em partes de acordo com que gerar o maior valor total possível.
2ª Meta: Preservar o contrato da dívida punindo gestores e acionistas adequadamente na falência.	Uma forma simples de punir acionistas na falência é respeitar a prioridade absoluta dos credores. Isso ajuda a garantir que os credores recebam razoavelmente seus direitos e os encorajam a conceder empréstimos. Essa também seria uma forma de fazer com que obrigações contratuais sejam cumpridas, dentro ou fora da falência.
3ª Meta: Um bom processo de falência deve preservar a prioridade absoluta dos credores, exceto quando alguma porção do valor, se possível, seja reservada aos acionistas.	Um argumento contrário à ordem de prioridade dos credores é que os gestores, atuando em lugar dos sócios, podem ter incentivos para deixar a empresa falir e não agir de modo a evitar uma falência, investindo em projetos de alto risco. Por essa razão, seria interessante reservar alguma parte do valor da massa falida para os acionistas.

QUADRO 1. Metas a serem atingidas em procedimentos na insolvência

Fonte: Hart, 2000 (Adaptado)

Hart (2000) indica a necessidade de elaborar e executar uma legislação falimentar de modo que os recursos envolvidos em reorganizações e liquidações sejam alocados da forma mais eficiente possível, buscando-se a maximização dos valores nesses processos.

Isso evidencia a influência do judiciário na alocação de recursos, conforme apontado por Coase (1960). Por essa razão, as leis não devem ser elaboradas de forma isolada, mas sempre ponderadas em relação aos impactos econômicos da sua aplicação, uma vez que as leis não possuem, em si mesmas, um fim, mas são voltadas para a resolução de conflitos.

2.2.1 Liquidar ou reorganizar

Qual seria o procedimento que entrega um melhor resultado econômico: liquidar ou reorganizar? O melhor recurso seria uma solução de mercado que preservasse a continuidade da empresa: um terceiro comprar a empresa insolvente, manter seus ativos e empregados e saldar suas obrigações, o que poderia evitar as perdas e despesas de solucionar o conflito por meio de processos jurídicos. No entanto, essa é uma solução difícil ou nem sempre possível.

Para responder a essa pergunta deve-se avaliar como a empresa possui maior valor, se inteira ou em partes. Uma empresa deve ter a sua falência decretada quando a venda dos seus ativos gerar um resultado líquido maior do que o resultado gerado pela sua continuidade.

De acordo com a legislação brasileira, o critério utilizado deve ser o de analisar a viabilidade econômica da empresa e, se ela possuir condições de continuar operando, deve receber o benefício da recuperação. Se não, ela deve ter a sua falência decretada, ou seja, deve ser liquidada. Neste ponto, é importante atentar para o fato de que, segundo a legislação, uma empresa deve ter a sua falência decretada se ela estiver insolvente. No entanto, aparentemente, o critério objetivo que os juízes utilizam para decretar uma falência é o da impontualidade, ou seja, a não quitação de uma dívida dentro do seu prazo de vencimento. Impontualidade apenas demonstra falta de liquidez, que pode ser breve ou evoluir para um estado de insolvência (MÁRIO, 2005). Esta última é um estado crítico e permanente e tem a iliquidez apenas como uma das suas características. A distinção entre esses conceitos deveria ser considerada a fim de minimizar o risco de uma empresa apenas ilíquida ter a sua falência decretada, bem como evitar que seja concedida a recuperação para uma empresa insolvente.

A adoção de qualquer um dos critérios apresentados é algo difícil de ser executado. O método de comparar o valor da empresa inteira ou em partes esbarra na dificuldade de mensurar o negócio da empresa e de avaliar seus ativos intangíveis e/ou específicos. Já o segundo critério, da análise da viabilidade, esbarra na dificuldade em determinar de forma objetiva o que é uma empresa viável. Outro aspecto a ser destacado são os danos que podem ser gerados em função de uma decisão equivocada do judiciário. Portanto, decretar a falência de uma empresa viável ou conceder a recuperação para uma empresa inviável inevitavelmente produziria um resultado economicamente ineficiente. Tal situação-problema é um dos indutores às pesquisas por modelos de previsão de insolvência, visto a tentativa de se trazer economia ao processo de avaliação de empresas em termos de probabilidades de fracasso ou mesmo de se evitar incorrer em uma falha por falta de informações e dados suficientes, concedendo-se (ou não) a recuperação, por exemplo, a empresas incapazes de se soerguer (ou o contrário).

2.3 Institutos da falência e da recuperação no Brasil

Os institutos da falência e da recuperação no Brasil são regidos pela Lei 11.101/2005 que sucedeu o Dec. Lei 7.661/1945. Este se mostrava inadequado para o contexto econômico do País, apresentando como principais falhas, segundo Funchal (2009):

- i. A forma como era estabelecida a preferência aos direitos trabalhistas e fiscais, que prejudicava o recebimento das dívidas pelos demais credores;
- ii. Incentivos distorcidos e falta de mecanismos efetivos para apoiar a reestruturação corporativa, que resultavam em altas taxas de fechamento de firmas potencialmente viáveis;
- iii. Problema da sucessão nas obrigações, que reduzia o valor da firma falida;
- iv. Alto custo e tempo excessivo gasto no fechamento de firmas economicamente inviáveis.

A principal inovação trazida pela nova lei foi a introdução da recuperação empresarial, que substituiu a concordata. Esses institutos possuem essencialmente o mesmo objetivo: ser uma alternativa à falência para empresas em crise financeira. No entanto, a recuperação se mostra mais abrangente e flexível em relação ao instituto anterior (ARAÚJO & LUNDBERG, 2003).

A concordata, resumidamente, era um mecanismo pelo qual a empresa em dificuldades financeiras podia parcelar suas dívidas com seus credores quirografários por um período de até dois anos sem que os administradores fossem afastados da gestão. De fato, ela não atingia o seu propósito de manutenção das empresas (MATIAS, 1992). Segundo Pereira (2005), cerca de 70 a 80% das empresas concordatárias acabavam indo à falência.

Em relação à falência, as principais mudanças trazidas pela nova lei foram (PEREIRA, 2005):

- i. Os créditos trabalhistas passaram a ter prioridade apenas parcial (limite de 150 salários mínimos. O que ultrapassa esse valor passa a ser tratado como crédito quirografário);
- ii. Empréstimos com garantia real passaram a ter preferência sobre o fisco (sem limite de valor);
- iii. Possibilidade de afastamento do devedor e dos administradores da condução das atividades da empresa.

De acordo com Funchal (2009), os principais impactos causados pela Lei 11.101/05 foram a queda no número de pedidos e declarações de falência e recuperação e uma estimativa de expansão do mercado de crédito a pessoas jurídicas, embora não tenha ficado evidente um efeito de redução nas taxas de juros.

De acordo com dados do Serasa (2013), o número de falências decretadas após a introdução da nova lei diminuiu, como pode ser visto no Gráfico 1. Uma das causas dessa queda pode ser devido à exigência da nova lei de decretar a falência somente em casos em que a dívida não paga seja superior a 40 salários mínimos vigentes à época do pedido (art.94). Em relação à recuperação judicial, observa-se um crescimento desde a sua instituição (junho/2005) até agosto de 2013.

Gráfico 1. Falências decretadas e recuperações deferidas (2005-2013*)

Fonte: Serasa (2013)

* Os dados de 2013 são relativos até o mês de agosto deste ano.

Outra informação relevante ao se analisar o número de falências e de recuperações no País é observar que as empresas que mais se submeteram a esses institutos foram empresas de pequeno porte (SERASA, 2013), conforme os Gráficos 2 e 3.

Gráfico 2. Falências decretadas por porte das empresas (2005-2013*)

Fonte: Serasa (2013)

* As dados relativos a 2013 são relativos até o mês de agosto deste ano.

Gráfico 3. Recuperações deferidas por porte das empresas (2005-2013*)

Fonte: Serasa (2013)

* As dados relativos a 2013 são relativos até o mês de agosto deste ano.

A quebra de micro e pequenas empresas é um tema que merece atenção em função da representatividade destas na economia nacional. Dada a especificidade desse tipo de empresa, elas são tratadas de forma diferenciada pela Lei 11.101/2005.

2.3.1 Falência (liquidação)

Antes de tratar da falência em si, é necessário fazer a distinção entre este e o termo insolvência, dado que diversas vezes eles são considerados como sinônimos. Segundo Altman (2006), insolvência se refere a um desempenho negativo da empresa. Geralmente, o termo é utilizado de uma forma técnica quando a empresa não consegue mais cumprir suas obrigações correntes, significando uma falta de liquidez que pode ser temporária, embora, frequentemente, seja a causa imediata da decretação da falência. Já a falência, diz respeito ao processo jurídico, é a declaração formal da insolvência. Mário (2005) esclarece que não há que se pensar em falência sem a ocorrência da insolvência dado que a falência é declarada em função da impontualidade gerada pelo mau estado da empresa. No entanto, até o momento em que a empresa não entra em processo falimentar, ela é apenas insolvente (MÁRIO & AQUINO, 2004).

A falência visa o encerramento da empresa. Por isso, tem o efeito pedagógico, particularmente, quando é causada pela má gestão ou diante da presença de crime falimentar (MÁRIO, 2002). Sob esse prisma, a falência serviria para mostrar à sociedade os erros cometidos pelos gestores. Há também autores, como Matias (1992), que apontam a falência como um instrumento de seleção natural. Assim, ela seria um mecanismo de selecionar apenas as empresas que de fato têm condições de continuar operando, as que se adaptaram ao mercado, por exemplo.

Diversas podem ser as causas da insolvência e, conseqüentemente, da falência de uma empresa. Essas causas podem ser externas (macroeconômicas) e internas à entidade. Em estudo realizado por Mário (2005) com empresas falidas do estado de Minas Gerais, identificou-se que as variáveis macroeconômicas apontadas como principais causadoras externas da falência foram: taxa de juros, novas empresas (relação entre constituição de empresas e empresas em funcionamento), inflação e tributos. Também em busca de fatores externos causadores da falência, Altman (1983) em pesquisa feita nos Estados Unidos num

período de muitas quebras, apontou como fatores que impactam na taxa de falência: o crescimento econômico real, o desempenho do mercado de ações, o crescimento da oferta de crédito e o aumento de surgimento de empresas. Como causa interna principal do fenômeno, obteve-se a ineficiência dos gestores (ALTMAN, 1993).

Quanto ao rito processual, a falência é um processo pelo qual são liquidados todos os ativos da empresa devedora e o resultado é distribuído entre os credores de forma proporcional e sob uma ordem estabelecida legalmente.

A falência será decretada em função das seguintes causas (art. 94):

- i. Quando o devedor, sem razão relevante, deixa de pagar obrigação líquida materializada em títulos executivos já protestados cuja soma seja superior a 40 (quarenta) salários mínimos;
- ii. Quando executado por qualquer quantia líquida, não paga, não deposita e nem nomeia a penhora de bens suficientes no prazo legal;
- iii. Prática dos chamados atos de falência, atos pelos quais o devedor age com a intenção de prejudicar os seus credores, tais como, simular a transferência de seu principal estabelecimento com o objetivo de burlar a legislação ou a fiscalização ou para prejudicar credor.

Uma empresa ainda pode entrar num processo de falência pela autofalência ou por meio de uma recuperação convolada em falência.

Após citado por algum credor, o devedor tem um prazo de 10 dias para: i) apresentar a sua defesa (contestação), ii) fazer o depósito do valor cobrado acrescidos de juros, correção monetária e honorários advocatícios ou iii) pedir pela sua recuperação judicial (art.95). Nos casos em que o devedor paga o que é requerido, o processo é extinto; quando o devedor pede pela sua recuperação, o processo de falência fica suspenso até a definição de concessão ou não da recuperação e em casos de omissão à citação, a falência será decretada.

A sentença que declara a falência (art.99) fixa o termo legal², suspende todas as ações e execuções contra a devedora, nomeia o administrador judicial, diz respeito à continuação provisória das operações da falida, dentre outras deliberações. Após a decretação da falência, os sócios da devedora perdem o direito de administrar os bens da empresa, sendo o responsável por essa função o administrador judicial, que fará a arrecadação dos bens da falida para serem avaliados e posteriormente alienados. A venda deve ser realizada de acordo com uma das seguintes formas, observada a seguinte ordem de preferência (art.140): i) alienação da empresa, com a venda de seus estabelecimentos em bloco; ii) alienação da empresa, com a venda de suas filiais ou unidades produtivas isoladamente; iii) alienação em bloco dos bens que integram cada um dos estabelecimentos do devedor; iv) alienação dos bens individualmente considerados. Os ativos devem ser vendidos por meio de leilão, propostas fechadas ou pregão.

A relação dos credores no processo de falência é primeiramente apresentada pelo falido e posteriormente verificada pelo administrador judicial e apresentada na forma do Quadro Geral de Credores (QGC). Encerrada a fase da verificação dos créditos, consolidado e publicado o QGC, pode-se dar início à destinação do que foi arrecadado, conforme a seguinte ordem:

- i. Créditos extraconcursais – gastos relativos à condução do processo, tais como os honorários do administrador judicial, custas e despesas do processo;
- ii. Créditos trabalhistas – limitados a 150 salários mínimos por credor (o que excede esse valor, torna-se quirografário) e os decorrentes de acidente de trabalho;
- iii. Créditos com garantia real até o limite do bem gravado – tais como hipoteca e penhor;
- iv. Créditos tributários, exceto as multas tributárias;
- v. Créditos com privilégio especial – afetam um bem específico;
- vi. Créditos com privilégio geral – alcançam todos os bens, como as debêntures;
- vii. Créditos quirografários – créditos sem qualquer tipo de garantia, tais como cheques, duplicatas, notas promissórias;
- viii. Multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, inclusive as multas tributárias;

² Período anterior à decretação da falência que não pode alcançar retroativamente 90 dias contados do pedido da falência, do pedido da recuperação judicial ou do primeiro protesto por falta de pagamento (FÜHER, 2008).

- ix. Créditos subordinados – incluem os créditos dos sócios e dos administradores sem vínculo empregatício.

Pagos os credores e julgadas boas as prestações de contas do administrador judicial, o processo é encerrado.

Figura 1. Esquema do processo de falência

Fonte: Führer, 2008, p.54

2.3.2 Recuperação judicial (reorganização)

Para Baird (1986), a reorganização é uma ferramenta que dá à empresa condições de se recuperar de um problema de caixa temporário, ou de uma crise cíclica na economia e protege o direito dos credores contra as perdas de uma liquidação forçada. Não seria adequado permitir que diante de chances remotas de se reerguer uma empresa recebesse o benefício da recuperação, dado que o seu objetivo é permitir que ela, com o auxílio de um mecanismo legal, continue operando.

A existência de um aparato jurídico que ofereça às empresas condições de negociar com os seus credores e não ser encerrada visa não somente a proteção do direito destes, mas também é pautada no princípio da preservação da empresa que defende a manutenção da unidade produtora e dos benefícios sociais oriundos de uma empresa em marcha. A presença desse princípio na Lei 11.101/05 pode ser observada no seu art.47:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

Nesse artigo, fica explícita a consideração da relevância social da empresa e que a sua extinção influencia não apenas os seus credores, mas a sociedade como um todo (JUPETIPE, 2011).

Em relação ao processamento da recuperação, pode pedir por esse benefício legal o devedor que exerça atividade econômica há pelo menos dois anos e atenda cumulativamente aos requisitos do art. 48. Estão sujeitos à recuperação todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos (art. 49).

Para realizar o pedido o devedor deve apresentar a relação de documentos listada no art.51, tais como, exposição das causas da crise financeira do devedor, demonstrações contábeis relativas aos três anos anteriores ao pedido, relação nominal completa dos credores, relação dos bens dos sócios. Apresentada a documentação exigida, o processamento é deferido e nomeado o administrador judicial do processo.

O devedor tem o prazo de sessenta dias após o deferimento do processo para apresentar o seu plano de recuperação que deverá reunir as medidas que serão tomadas para a superação da crise, demonstração da viabilidade e laudo econômico-financeiro dos bens da empresa. Caso o devedor extrapole esse prazo, a sua falência será decretada. Os credores têm um prazo de 30 dias a partir da publicação da relação de credores para apresentar objeções ao plano de recuperação. Diante da objeção de qualquer credor, o juiz convocará assembleia geral de credores para deliberar sobre o plano de recuperação. A assembleia poderá alterar o plano bem como rejeitá-lo. Neste último caso, a falência da empresa será decretada. Aprovado o plano pela assembleia ou diante da inexistência de objeções, o juiz concederá a recuperação judicial ao devedor que terá um prazo de dois anos para cumpri-la. Durante esse período, o devedor e os seus gestores permanecem na condução dos negócios da empresa sob a fiscalização do administrador judicial e do comitê de credores (quando houver). Nos casos de impedimento, listados no art.64, a empresa passa a ser conduzida por um gestor judicial que será eleito pela assembleia geral.

De acordo com o art.50, são meios de recuperação empresarial, dentre outros:

- i. Concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas;
- ii. Cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente;
- iii. Alteração do controle societário;
- iv. Substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos;
- v. Concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar;
- vi. Aumento de capital social;
- vii. Trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados;
- viii. Redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva;
- ix. Dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro;
- x. Constituição de sociedade de credores;

- xi. Venda parcial dos bens;
- xii. Equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;
- xiii. Usufruto da empresa;
- xiv. Administração compartilhada;
- xv. Emissão de valores mobiliários;
- xvi. Constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor.

A recuperação será encerrada ao serem cumpridas as obrigações vencidas no prazo de até dois anos após a concessão da recuperação ou devido a sua convalidação em falência (art. 63). A falência da recuperanda será decretada quando: a assembleia geral assim deliberar, o devedor não apresentar o plano no prazo determinado, o plano for rejeitado ou qualquer uma das suas obrigações for descumprida. Nos casos de convalidação em falência, os créditos dos credores que proveram o devedor durante a recuperação tornam-se créditos extraconcursais (art.67).

Figura 2. Esquema do processo de recuperação judicial
 Fonte: Führer, 2008, p.36

2.4 Custos de falência

Custos de transação podem ser definidos como todos os custos relativos à criação, manutenção, uso e troca de recursos (FURUBOTN & RICHTER, 2000), incluindo os custos de definir os direitos de propriedade e o de forçar o cumprimento desses direitos. Ainda de acordo com esses autores, os custos de transação ao criar, manter, mudar e executar a organização de um sistema político formal ou informal são classificados como custos de transação políticos. Isso inclui os custos de criar, monitorar e forçar o cumprimento de leis. Disso decorre que a aplicação da legislação falimentar também gera custos de transação políticos.

Quando se trata dos custos oriundos da condução dos processos jurídicos de recuperação e de liquidação, especificamente, eles são chamados de custos de falência. Estes custos são geralmente divididos em custos diretos e custos indiretos (FISHER & MARTEL, 2005; WEISS, 1990; WARNER, 1977). Os custos diretos são as despesas relativas aos processos (despesas administrativas), tais como taxas judiciais e honorários de peritos e advogados (CAMPBELL, 1997). Os custos indiretos são custos de oportunidade (WEISS, 1990), tais como dificuldade de acesso a crédito, redução de receitas, perda de valor da empresa, tempo despendido no processo, sendo estes custos mais difíceis de serem identificados e mensurados.

A existência desses custos impacta o andamento dos processos de recuperação e falência e pode comprometer a eficácia dos seus resultados. Na recuperação, as empresas podem enfrentar, por exemplo, restrições de créditos, piora nas condições de pagamentos de fornecedores e queda na produtividade, comprometendo a sua continuidade. Nos processos de falência, os custos diretos acabam por consumir parte do montante destinado ao pagamento das obrigações da falida, isso porque são considerados créditos extraconcursais. Dessa forma, possuem prioridade absoluta na ordem de recebimento em relação aos demais credores (credores concursais). Assim, os honorários do administrador judicial e dos demais profissionais envolvidos no processo e os custos e despesas judiciais não concorrem com os outros credores na distribuição dos recursos disponíveis.

Os custos de falência são arcados pelas partes diretamente envolvidas nos processos: devedores e credores. Em casos de falências frustradas (processos com insuficiência de ativos

para o pagamento das dívidas), o Estado arca com as custas e despesas judiciais. Dentre os mais variados custos, o mais expressivo é o da perda de recursos devido ao uso ineficiente dos ativos no decorrer do processo (EASTERBROOK, 1990).

Ressalta-se que, embora a literatura utilize da expressão “custos de falência”, esse termo não se mostra adequado, uma vez que a expressão “custos” está associada à produção de bens ou serviços. Outra ponderação é sobre a definição de “custos indiretos de falência” como custos de oportunidade. Estes se relacionam à escolha (BUCHANAN, 1993). Consistem basicamente nos benefícios perdidos em função de uma renúncia feita devido à escolha de uma opção alternativa. No entanto, nos procedimentos de falência (autofalência) e de recuperação, os agentes habilitados a fazerem escolhas são os devedores, que podem optar por entrar ou não nesses processos. Nos casos de falência (pedida por credores), as empresas podem optar por pagar a dívida que deu origem ao pedido de falência e, assim, encerrar o processo. Nos casos de recuperação, é a devedora a responsável por pedir esse benefício. Em ambos os casos os credores não têm a opção de participarem, ou não, dessas decisões. No entanto acabam por incorrer em perdas devido à participação em processos de falência ou de recuperação. Por essas razões, pode-se pensar em nomenclaturas alternativas a essas que sejam mais adequadas, como gastos e/ou perdas gerados por esses processos.

2.4.1 Estudos sobre custos de falência

Pesquisas sobre falência podem ser classificadas em três grandes linhas: i) previsão de insolvência e estimativa de risco; ii) relevância da informação contábil; e iii) procedimentos na falência (MÁRIO & AQUINO, 2004). Estudos que abordam os custos de falência se enquadram na última linha, dado que esta é a ramificação da pesquisa que trata de questões relacionadas à aplicação da legislação falimentar.

Estudos que abordam custos de procedimentos falimentares no Brasil são escassos. Assim, faz-se a apresentação de produções internacionais relativas ao tema e que servirão de base para o levantamento e análise dos custos de falência neste trabalho.

2.4.1.1 Branch, 2002

O trabalho de Branch (2002) é apresentado antes dos demais por se tratar de uma revisão bibliográfica sobre custos de falência. Por meio dessa metodologia, o autor apresenta algumas classificações, exemplos e resultados de estudos relevantes a respeito do tema servindo, dessa forma, para esclarecer o que são custos de falência.

Branch (2002) classifica os custos de falência em quatro subcategorias: i) custos reais gerados pela própria falida; ii) custos reais gerados diretamente pelos credores, iii) perdas da empresa falida que são compensados por ganhos de outras entidades; iv) custos reais gerados por outras partes além da devedora e/ou dos seus credores. Apesar de apresentar quatro classes, o trabalho analisa apenas as três primeiras.

Nesse estudo, os custos gerados pela falida são representados pelos honorários dos profissionais que trabalharam nos processos, obtendo-se como síntese dos trabalhos consultados (WEISS, 1990; ALTMAN, 1984; WARNER, 1977 e BETKER, 1997) que os custos de falência variaram entre 3,1% e 4,3% do valor de mercado da empresa e que esses custos são relativos principalmente à contratação de advogados e contadores. Outros custos apontados são os recursos gastos com os empregados ligados a gestão da empresa (custos internos). Esses profissionais têm que se dedicar exaustivamente à implementação do plano de recuperação (negociação com os credores, avisar aos investidores) ou ao fornecimento de informações aos profissionais envolvidos no processo de falência (administrador, advogado, contador). Branch (2002) apresenta o resultado de duas experiências em que os custos internos variaram entre 17% e 35% dos valores gastos com os profissionais externos do processo falimentar. Por esses valores, foi possível observar que os custos internos foram de 0,7% a 1,4% do valor de mercado da empresa.

Sobre os custos dos credores, foram apontados os gastos com profissionais externos e com os profissionais da própria empresa que se dedicam a avaliar os interesses dos credores e conduzi-los no processo. Uma indicação do quanto os credores gastam monitorando e gerindo seus direitos na falência foi apresentada por Platt's (1994, citado por Branch, 2002), que encontrou custos internos de em média de 2,4% do valor original dos créditos. Somada a sua redução de capacidade de venda, Branch (2002) afirma que a perda para os detentores dos direitos é de aproximadamente 4%.

Como exemplo de perdas geradas pela falência que são compensadas por ganhos de outras entidades, esse trabalho apresentou a redução da participação no mercado da devedora que se torna um ganho para os seus concorrentes.

Apesar das limitações do estudo por se basear em resultados de diversos autores, Branch (2002) conclui que a falência é um processo que impõe custos a todas as partes. E que em média, o valor nominal da empresa às vésperas da falência tem a seguinte distribuição: 28% são consumidos pelas perdas que causaram a falência, 16% são consumidos pelos custos de tratar com a falida e 56% ficam disponíveis para ser distribuído entre os credores.

2.4.1.2 Warner, 1977

Warner (1977) foi o pioneiro a mensurar custos de falência. Em seu estudo, são consideradas algumas questões a respeito do papel desses custos em modelos de estrutura de capital por meio de evidências dos custos diretos de falência de empresas ferroviárias. Warner (1997) estimou os custos de falência de 11 empresas desse setor que passaram por processos falenciais sob a Sessão 77 do Bankruptcy Act de 1966 (lei de falência dos Estados Unidos em vigor à época) entre 1933 e 1955. O autor, embora reconheça a existência dos custos indiretos de falência, mensura apenas os custos diretos devido à extrema dificuldade de estimar os primeiros. Os custos de falência nesse trabalho incluem pagamentos de taxas legais, serviços de profissionais, taxas do administrador e taxas de arquivamento.

Estimados os custos diretos da amostra foi encontrado que, em termos absolutos, quanto maior o valor de mercado da empresa, maiores os seus custos de falência. Foi exposto o exemplo de empresas que possuíam valor de mercado de aproximadamente US\$10 milhões e que tiveram custos de falência de US\$1 milhão e de empresas com o valor de mercado em torno de \$100 milhões e custos de falência em torno de \$2 milhões. No entanto, os custos não cresceram proporcionalmente ao valor de mercado das empresas. As duas menores empresas em termos de valor de mercado tiveram custos de falência de 9,1% e 6,6% sobre os seus valores de mercado. Já as duas maiores empresas, tiveram custos de falência que representaram 2,7% e 1,7% dos seus respectivos valores. Isso sugere que parte substancial dos custos de falência seja fixa e isso gera economia de escala em relação a esses custos. À medida que o valor de mercado da empresa aumenta, seus custos de falência, em termos

absolutos, tendem a aumentar, enquanto proporcionalmente tendem a ser tornar menores em relação ao valor da empresa.

O percentual dos custos em relação ao valor total de mercado das empresas variou de acordo com o período em que a empresa foi avaliada anteriormente à decretação da quebra. Considerando-se o valor da empresa 84 meses antes da falência, os custos foram, em média, de 1% do valor da empresa. Em relação ao valor da empresa 36 meses antes da falência, os custos de falência foram de 2,5% desse valor. Pelos dados, também foi possível observar que houve queda no valor de todas as empresas. Se considerado o valor da empresa 12 meses antes da falência, a proporção dos custos de falência foi, em média, de 4%. E, por fim, se considerado o valor da empresa no momento da falência, obteve-se que seus custos de falência foram de 5,3% em média. Notou-se que no período dos 84 meses observados, a média percentual de queda no valor das empresas foi de -78,9%.

Em relação ao tempo despendido nos processos e o tamanho das empresas, não foi encontrada correlação entre essas variáveis. Quanto a uma empresa escolher sua estrutura patrimonial em função dos custos de falência, isso não pode ser apreendido desse trabalho a partir dos dados analisados, dado que a probabilidade de uma empresa entrar num processo falimentar não foi obtida. O autor concluiu alertando quanto à extensão dos resultados dessa pesquisa a outros setores ser incerta, devido à possibilidade da magnitude dos custos e do efeito escala serem específicos em cada setor.

2.4.1.3 Weiss, 1990

Com o interesse de mensurar os custos de falência e a proporção da violação da prioridade de credores, o trabalho de Weiss (1990) examinou 37 empresas da Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) e da Bolsa de Valores Americana (AMEX) que entraram em processo de falência entre novembro de 1979 e dezembro de 1986 sob a Lei de Falência dos Estados Unidos em vigor a esta época.

O autor define custos indiretos de falência como custos de oportunidade, que incluem: i) perda de vendas e do valor dos estoques, uma vez que os clientes podem ficar preocupados quanto ao abastecimento dos produtos ofertados pela empresa; ii) aumento dos custos

operacionais, pois as empresas podem perder seus funcionários importantes ou ter que pagar mais a eles para que não abandonem seus postos e; iii) redução da competitividade da empresa, por considerar que a atenção dos gestores se volta para a falência aumentando a vulnerabilidade da empresa. Similarmente a Warner (1977), o autor indica a existência de custos indiretos de falência, porém assume que não haja como mensurá-los.

Quanto aos custos diretos de falência, eles foram medidos pelas taxas legais, profissionais e administrativas do processo. Devido à existência de processos que não continham informações sobre as taxas pagas na falência, a amostra utilizada para o cálculo desses custos foi de 31 empresas. Como parâmetros para medir a proporção dos custos diretos da falência, foram utilizados o valor de mercado das ações, o valor contábil da dívida somada ao valor de mercado das ações e o valor contábil do total dos ativos, todos mensurados um ano antes do pedido de falência.

Como resultado foi obtido que, em média, os custos diretos de falência são de: 20,6% do valor de mercado das ações (variando entre 2,0% e 63,6%); 3,1% do valor contábil da dívida adicionada do valor de mercado (variando entre 1,0% e 6,6%) e 2,8% do valor total dos ativos (variando entre 0,9% e 7,0%). Nesse estudo, os custos apareceram altamente correlacionados com o total de ativos.

Em relação à violação da prioridade dos credores, encontrou-se que em 78% das empresas analisadas (29 das 37) a prioridade foi violada.

2.4.1.4 Campbel, 1997

Campbel (1997), por meio da análise de 36 empresas de capital fechado que tiveram sucesso em seus processos de reorganização sob o Capítulo 11 da Lei de Falência dos Estados Unidos, apresentou evidências empíricas dos custos diretos de falência em processos de reorganização. Estudos contemporâneos ao de Campbel (1997) afirmavam que os processos falimentares tinham custos elevados e o tempo prolongado. Por isso o autor objetivou com esse trabalho: i) estimar precisamente os custos de falência de reorganizações de empresas fechadas; ii) determinar a relação funcional entre o tamanho da empresa e os custos diretos da

reorganização e observar se a economia de escala existe; iii) avaliar qualquer mudança no valor das empresas durante os processos de reorganização bem sucedidos.

Foram considerados custos diretos de falência, nesse estudo, os gastos associados ao procedimento de falência, incluindo: taxa de arquivamento, gastos com advogados, com contadores, com especialistas, com o administrador judicial e outros custos administrativos. O autor define custos indiretos de falência como: perda de oportunidades, tais como perda de vendas, perda de lucros, incapacidade de obter crédito, perdas de oportunidade de investimento, no entanto, afirma não ser possível mensurá-los.

Nesse trabalho, a amostra foi obtida de registros públicos da Corte Americana de Falência do estado de Oregon.

Como resultado foi obtido que os custos diretos da reorganização foram significativos. Para as empresas da amostra, que possuíam valor médio do ativo total de US\$1,7 milhões (valor contábil) na data do pedido da falência, os custos administrativos da falência foram, em média, de 8,5% desse valor; em valores absolutos, a média dos custos foi de US\$55.676. Também foi possível verificar uma perda de 30% do valor líquido dos ativos de investimentos adicionais e distribuições durante o processo. Das 36 empresas examinadas, 29 tiveram o valor contábil líquido do ativo reduzido e apenas 7 empresas tiveram o valor contábil líquido do ativo aumentado. Essas mudanças ocorreram num espaço relativamente curto de tempo: a média de tempo despendido num processo de reorganização foi de 428 dias (1,17 anos).

A presença de economia de escala nos custos de falência da amostra foi testada por meio de análise de regressão. Encontrou-se uma existência substancial de economia de escala nos custos de falência, o que sugere a presença de muitos custos fixos no processo de reorganização.

Os dados analisados sugeriram que não houve associação entre o tempo despendido na reorganização e a mudança no valor líquido do ativo e nem entre o tempo despendido no processo e o tamanho da empresa. Assim, foi possível constatar que empresas maiores não necessariamente têm custos de reorganização maiores simplesmente porque seus processos duram um período superior em relação aos das pequenas empresas.

2.4.1.5 Bris, Welch e Zhu, 2006

Esse é um dos trabalhos mais recentes e mais completos em relação aos que estimam os custos da falência. Bris, Welch e Zhu (2006) analisaram aproximadamente 300 casos dos Tribunais Federais de Falência dos estados do Arizona e de Nova Iorque entre 1995 e 2001. Basicamente, toda a população de processos de falência desses tribunais foi representada nessa amostra formada por 225 casos de reorganização e 61 casos de liquidação. Segundo os autores, essa foi a maior e mais abrangente amostra utilizada em artigos acadêmicos sobre custos de falência.

O artigo teve como objetivo primário mensurar os custos de falência e determinar quais as diferenças desses custos em processos de reorganização e de liquidação. Para tanto, foram explorados quatro métodos: i) a mudança do valor do ativo durante a falência (medida de custo indireto), ii) o tempo despendido no processo (*proxy* de custo indireto mais usada), iii) as despesas submetidas e aprovadas pelos tribunais de falência (medida de custos diretos), iv) a taxa de recuperação dos credores e a violação da prioridade absoluta destes.

Para estimar a mudança de valor do ativo das empresas, os autores utilizaram os valores dos ativos contidos na declaração daquelas quando elas entraram no processo de falência. Os valores do final da falência foram obtidos através da declaração da distribuição dos ativos em forma de taxas pagas aos profissionais e recuperada pelos credores, sendo que às vezes esses valores foram iguais a zero. Os autores ressaltam que embora os valores declarados não necessariamente estivessem a valor de mercado, esses são os dados mais precisos para pesquisas acadêmicas, sendo esta uma limitação da pesquisa.

Os resultados da variação do valor dos ativos foram apresentados em forma de escala de acordo com o tamanho da empresa:

Tabela 1 – Variação do valor do ativo de acordo com o tamanho da empresa

	Escala (em milhares)			
	\$0-\$100	\$100-\$1.000	\$1.000-\$10.000	\$10.000 e valores acima
Var. ativo na Liquidação	-64%	-84%	-66%	-
Var. ativo na Reorganização	+195%	+17%	-31%	+15%

Fonte: Bris, Welch e Zhu, 2006 (Adaptado)

A conclusão apresentada foi que os valores dos ativos na liquidação parecem ter uma tendência maior de declínio em relação à reorganização. Em relação ao tempo despendido nos processos, foi obtido que, em média, tanto a liquidação quanto a reorganização duraram aproximadamente dois anos.

A amostra teve, em média, custos de 8,15% em relação ao ativo antes da falência nos casos de liquidação; nos casos de reorganização, os custos foram de 16,9% do ativo inicial. A mediana dos custos em relação ao ativo pré-falência na liquidação foi de 2,5% e, na reorganização, de 1,9%. Os custos diretos também foram comparados aos valores pós-falência (taxa de recuperação dos credores multiplicada pela dívida total acrescida das taxas judiciais e honorários) e, nesses casos, os custos foram em média de 80,4% nos processos de falência e de 9,4% nos de recuperação. Quando utilizado o passivo total como parâmetro para a magnitude dos custos, obteve-se que os custos da reorganização foram, em média, de 11,5% (devido à presença de quatro *outliers*) e mediana de 1,4%. Já na liquidação, a proporção dos custos em relação ao passivo é de 2,5% com mediana de 0,4%.

No geral, foi encontrado que os custos variaram entre 2% e 20% do valor do ativo pré-falência. No entanto, os autores advertem que os custos de falência devem ser avaliados com cautela, pois podem variar muito dependendo da maneira como são medidos e em relação a quais parâmetros são relacionados (valor dos ativos antes ou pós falência, valor do passivo). Em função disso, os custos podem ser elevados em alguns casos e modestos em outros.

Analisando os créditos com e sem garantia, a recuperação destes na reorganização foi significativamente melhor se comparada à liquidação, com média de 69% e mediana de 79%. A taxa de recuperação dos credores na liquidação foi em média de 5,4% e mediana de 5,8%. Quanto à observância da prioridade absoluta dos credores, na liquidação ela foi sempre seguida. Na reorganização, essa ordem foi modificada, em média, em 12% dos casos.

Autor (es)	Amostra			Proxies		Resultados			
	Tipo de processo	Nº/Tipo de empresa	Período dos processos consultados	Custos Diretos	Custos Indiretos	Custos Diretos/ Ativo Inicial	Custos Diretos/ Ativo Final	Tempo (anos)	Custos Indiretos
Wamer (1977)	Falência	11 empresas ferroviárias	1933-1955	Taxas judiciais, Serviços de profissionais, Honorários do administrador judicial, Taxas de arquivamento.	Tempo dos processos*.	5,30%	-	12,5	-
	Falência	37 empresas da NYSE e da AMEX	1979-1986	Taxas judiciais, Serviços de profissionais, Taxas administrativas	Perda de vendas e do valor do estoque, aumento dos custos operacionais, redução da competitividade da empresa.	2,80%	-	-	-
Campbell (1997)	Recuperação	36 empresas de capital fechado que tiveram sucesso em suas reorganizações	1987-1992	Taxa de arquivamento, taxa com advogados, taxa com contadores, taxas com especialistas, taxa com o administrador judicial e outros custos administrativos.	Mudança no valor da empresa durante os processos, perda de vendas, perda de lucros, incapacidade de obter crédito, perdas de oportunidade de investimento, tempo despendido no processo.	8,50%	-	1,17	-
	Falência	225 processos com dados suficientes para a pesquisa	1995-2001	Taxas judiciais e honorários dos prestadores de serviço.	Mudança do valor do ativo durante a falência, a taxa de recuperação dos credores e a violação da prioridade absoluta dos mesmos.	8,15%	80,40%	2	De -64 a -84%
Bris, Welch e Zhu (2006)	Recuperação	61 processos com dados suficientes para a pesquisa				16,90%	9,40%	2	De -31 a +195%

* Nesse estudo o tempo despendido no processo não é apontado como custo indiretos, no entanto essa informação é apresentada

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 2. Síntese dos estudos internacionais sobre custos de falência

3 METODOLOGIA

Quanto aos seus objetivos, esta pesquisa se classifica como descritiva, uma vez que os objetivos do estudo são identificar, classificar e mensurar os custos envolvidos em procedimentos adotados na insolvência, a fim de comparar os resultados encontrados com os achados de pesquisas internacionais sobre o tema.

Para identificar e mensurar os custos de falência diretos e indiretos nos processos de liquidação e de reorganização foram utilizadas as *proxies* apresentadas a seguir:

Processos de falência		
Variáveis	<i>Proxies</i>	Método de identificação/mensuração
Custos Diretos	Honorários do administrador judicial	Valores arbitrados pelo juiz/valores pagos
	Serviços de profissionais	
	Custas e despesas processuais	Valores tabelados pelo judiciário/valores pagos
Custos Indiretos	Variação do valor do ativo da falida	Variação entre o ativo inicial (valor pelo qual o ativo, quando arrecadado, foi avaliado no início da falência) e final da falida (valor total pago aos credores)
	Taxa de recuperação dos credores	Proporção do valor pago aos credores em relação ao valor total devido a eles (Quadro Geral de Credores-QGC)
	Tempo despendido no processo	Período entre o início (pedido da falência) e o encerramento do processo ou data da consulta aos autos (informação utilizada quando o processo ainda não havia sido encerrado)
Processos de recuperação		
Variáveis	<i>Proxies</i>	Método de identificação/mensuração
Custos Diretos	Honorários de administrador judicial	Valores arbitrados pelo juiz/valores pagos
	Serviços de profissionais	
	Custas e despesas processuais	Valores tabelados pelo judiciário/valores pagos
Custos Indiretos	Taxa de recuperação dos credores	Proporção do valor pago aos credores em relação ao valor total devido a eles (Quadro Geral de Credores-QGC)
	Custos de oportunidade para os credores	Condições de pagamentos oferecidas aos credores
	Custos de oportunidade para a devedora	Dificuldades operacionais encontradas pela devedora
	Tempo despendido no processo	Período entre o início (pedido da recuperação) e o encerramento do processo ou convolação em falência (Nos casos de processos que se iniciaram como de recuperação e se transformaram em processos de falência (foram convolados), a data da sentença que decreta a falência da empresa foi utilizada para indicar o encerramento do processo)

Quadro 4. Variáveis e proxies

Fonte: Elaborado pelo autor

Seguindo os estudos de Campbel (1997) e de Bris, Welch e Zhu (2006), além de mensurados, os custos diretos dos processos foram comparados ao valor do ativo inicial das devedoras a fim de se obter um parâmetro do tamanho daqueles. Nesta pesquisa, o valor do ativo inicial nos processos de falência foi obtido por meio do Auto de arrecadação e avaliação. Este relatório é elaborado pelo administrador judicial e contém a relação de todos os bens arrecadados da falida com as suas respectivas avaliações. Nos processos de recuperação, o

ativo inicial foi representado pelo valor do ativo total contido no último Balanço Patrimonial apresentado pela devedora.

Nesta pesquisa, os custos diretos também foram estimados em relação ao ativo final da falida como uma forma de aprimorar a relação custos/ativos nos processos de falência, uma vez que o ativo inicial geralmente difere do ativo entregue aos credores (ativo final), além de, geralmente, mudar de valor ao longo do processo. Por essas razões, estimar a proporção dos custos diretos em relação ao ativo final parece mais coerente por permitir observar o quanto dos recursos disponíveis a ser distribuído entre os credores foi consumido pelos honorários dos profissionais, custas e despesas processuais. Neste trabalho, seguindo o método utilizado por Bris, Welch e Zhu (2006), foram considerados como valores do ativo final todos aqueles pagos aos credores, incluindo os custos diretos pagos.

Uma ressalva é pertinente, visto que se está utilizando como *proxies* das variáveis as mesmas de outros estudos, exceto uma aqui criada: uma vez que se procura a comparação de estudos, replicar as *proxies* e os meios de investigação daqueles auxilia metodologicamente, além de permitir que a comparação seja realizada de maneira mais direta. Destaca-se que as amostras dos estudos não são as mesmas, por uma natural impossibilidade de replicação da consulta, mas que isso não deve ser visto como algo que inviabiliza a comparação.

Também é importante destacar que se utilizam *proxies* e, como tais, se aproximam do verdadeiro valor das variáveis, servindo, pois, como um meio de medir estas. Isso é uma limitação de pesquisa, mas não um fato que a deturpa ou remete seus resultados a não aceitação para fins de análises, conjecturas e fomento a novas investigações. As *proxies* aqui utilizadas, guardadas as diferenças, foram consideradas como pertinentes ao propósito de indicar e de se fazer a comparação com os demais estudos.

As *proxies* utilizadas, com exceção de uma, têm como referência os estudos indicados na revisão bibliográfica apresentada, conforme Quadro 5 a seguir:

Processos de falência		
Variáveis	Proxies	Fonte
Custos Diretos	Honorários de administrador judicial	Warner (1977), Campbel (1997), Bris, Welch e Zhu (2006)
	Serviços de profissionais	Warner (1977), Weis (1990), Campbel (1997), Bris, Welch e Zhu (2006)
	Custas e despesas processuais	Warner (1977), Weis (1990), Campbel (1997), Bris, Welch e Zhu (2006)
Custos Indiretos	Variação do valor do ativo da devedora	Campbel (1997), Bris, Welch e Zhu (2006)
	Taxa de recuperação dos credores	Bris, Welch e Zhu (2006)
	Tempo despendido no processo	Warner (1977), Campbel (1997)
Processos de recuperação		
Variáveis	Proxies	Fonte
Custos Diretos	Honorários de administrador judicial	Warner (1977), Campbel (1997), Bris, Welch e Zhu (2006)
	Serviços de profissionais	Warner (1977), Weis (1990), Campbel (1997), Bris, Welch e Zhu (2006)
	Custas e despesas processuais	Warner (1977), Weis (1990), Campbel (1997), Bris, Welch e Zhu (2006)
Custos Indiretos	Taxa de recuperação de credores	Bris, Welch e Zhu (2006)
	Condições de pagamentos oferecidas aos credores	Esta pesquisa
	Dificuldades operacionais encontradas pela devedora	Weis (1990), Campbel (1997)
	Tempo despendido no processo	Warner (1977), Campbel (1997)

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 5. Proxies utilizadas para estimação dos custos e suas respectivas referências

A *proxy* condições de pagamento oferecidas aos credores foi acrescentada às apresentadas pelos estudos internacionais utilizados como referência neste trabalho por se assentir que nos processos não apenas as empresas devedoras incorrem em custos indiretos, mas também os credores podem ser prejudicados por participarem destes.

Para se alcançar os propósitos deste estudo, foi realizada uma pesquisa documental tendo como fonte processos de falência e de recuperação judicial conduzidos sob a Lei 11.101/05 e o Decreto Lei 7.661/1945. Examinaram-se todos os processos que se encontravam disponíveis nas comarcas de Belo Horizonte (MG), Contagem (MG) e São Paulo (SP) a fim de se encontrar os dados necessários para o desenvolvimento deste estudo. Foram consultados 102 processos de falência e 29 de recuperação judicial, conforme Tabela 2, no período entre 06.02.2013 e 24/10/2013.

Tabela 2- Quantidade de processos consultados

	Falência	Recuperação	Total
Belo Horizonte	43	10	53
Contagem	51	5	56
São Paulo	8	14	22
Total	102	29	131

Fonte: Elaborado pelo autor

Apesar do volume de autos consultados, muitos dos processos disponíveis para análise estavam em andamento (ainda não encerrados à data da consulta). Devido a essa limitação, compuseram a amostra deste estudo apenas os casos que já haviam atingido os estágios processuais descritos a seguir:

Em processos de falência:

- Liquidação dos ativos;
- Pagamento dos credores;
- Encerramento.

Em processos de recuperação:

- Apresentação do Plano de Recuperação;
- Aprovação do Plano de Recuperação;
- Pagamento dos credores;
- Encerramento.

Alguns processos, mesmo tendo atingido ao menos um dos estágios citados, foram excluídos da amostra deste trabalho devido à ausência de informações relevantes para a estimativa de alguma *proxy*.

Em função desses fatores, o tamanho da amostra utilizada para o levantamento dos custos de falência foi reduzido em relação ao número de processos examinados e variou entre as *proxies* estimadas, conforme Quadro 3 a seguir.

Processos de falência		
Variáveis	Proxies	Tamanho da amostra
Custos Diretos	Custos diretos sobre o ativo inicial da falida	29
	Custos diretos sobre o ativo final da falida	35
Custos Indiretos	Variação do valor do ativo da falida	29
	Taxa de recuperação do total de credores	38
	Taxa de recuperação dos credores por classe	35
	Tempo despendido no processo	96
Processos de recuperação		
Variáveis	Proxies	Tamanho da amostra
Custos Diretos	Custos diretos sobre o ativo inicial da devedora	21
Custos Indiretos	Taxa de recuperação do total de credores	11
	Taxa de recuperação dos credores por classe	6
	Custos de oportunidade para os credores	23
	Custos de oportunidade para a devedora	20
	Tempo despendido no processo	29

Quadro 3. Tamanho da amostra das *proxies* estimadas

Fonte: Elaborado pelo autor

3.1 Limitações

O desenvolvimento desta pesquisa exigiu dados de difícil coleta. As informações relativas aos custos dos processos de falência e de recuperação judicial encontram-se nos próprios autos que, até então, só podem ser acessados de forma física em função de os processos de falência e recuperação no Brasil ainda não estarem disponíveis por meio digital. Por essa razão, consultaram-se processos somente das varas de Belo Horizonte (MG), Contagem (MG) e São Paulo (SP), nas quais se teve autorização para a coleta dos dados.

Para o levantamento dos custos dos processos o mais indicado seria o uso de informações de processos já encerrados. No entanto, estes processos encontram-se, em sua grande maioria, arquivados. Devido à impossibilidade de acessar estes arquivos, parte significativa da amostra foi composta por processos ainda em andamento, o que indica que os custos encontrados nesta pesquisa podem ser inferiores aos custos totais dos processos consultados.

Em função da utilização de processos ainda em andamento, vários deles não chegaram a atingir os estágios mínimos necessários para compor a amostra, o que fez com que a amostra

fosse reduzida em relação ao total de processos consultados. Devido ao pequeno número de processos utilizados para as estimativas das *proxies*, os resultados encontrados não podem ser generalizados para todo o País.

Outra limitação foi a carência de estudos nacionais que pudessem servir de referência para a estimativa dos custos envolvidos nos processos falimentares. Por isso, foram utilizadas *proxies* de estudos internacionais para o desenvolvimento da pesquisa.

Não foi possível verificar o tamanho das empresas falidas da amostra devido à ausência de informações necessárias para essa classificação, como número de empregados, por exemplo. Em relação às empresas em recuperação, o tamanho destas pode ser observado pelo valor do ativo total do último Balanço Patrimonial apresentado pela empresa na entrada do processo (vide Apêndice C). Pelo critério do tamanho do ativo, nenhuma delas é de grande porte³.

³ Conforme a Lei 11.638/07 é considerada empresa de grande porte a possui ativo superior a R\$240 milhões.

4 RESULTADOS E ANÁLISES

Todos os dados e informações apresentados nos resultados relativos aos valores monetários foram ajustados pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data base de atualização o dia 30.09.2013.

Em relação aos custos indiretos, quando houve dificuldade ou impossibilidade de mensurá-los, ao serem identificados, eles foram apenas descritos.

4.1 Processos de falência

A seguir, estão sintetizados os resultados obtidos nesta pesquisa para os processos de falência, conforme Quadro 6. Para informações relativas aos resultados obtidos em cada processo ver Apêndice A.

Processos de falência			
Variáveis	Proxies	Resultados	Ref. no apêndice A
Custos Diretos	Custos diretos totais sobre o ativo inicial da falida	39% em média	Tab.3
	Custos diretos pagos sobre o ativo inicial da falida	12% em média	Tab. 4
	Custos diretos totais sobre o ativo final da falida	90% em média	Tab.5
	Custos diretos pagos sobre o ativo final da falida	35% em média	Tab.6
Custos Indiretos	Variação do valor do ativo da falida	- 47% em média	Tab.8
	Variação do valor do ativo da falida líquido dos custos diretos	-59% em média	Tab.9
	Taxa de recuperação do total de credores	12% em média	Tab.10
	Taxa de recuperação dos credores por classe	Mínimo de 3% e máximo de 59%	Tab.11
	Tempo despendido no processo	9,2 anos em média	Tab.7

Quadro 6. Resultados encontrados para os processos de falência

Fonte: Elaborado pelo autor

Pelos resultados obtidos, foi possível observar que os custos diretos totais, não necessariamente pagos (o juiz pode arbitrar um honorário para o administrador judicial e o resultado obtido na falência não ser o suficiente para pagá-lo, por exemplo), representaram em média 39% do ativo inicial da falida. Assim, caso todas as despesas dos processos de falência

fossem pagas, elas consumiriam em média quase 40% do valor de todos os bens que foram arrecadados.

Ao se observar os custos diretos efetivamente pagos, ou seja, desembolsados, eles representaram 12% do ativo no início do processo. O que significa que, do valor total dos bens arrecadados, em média 12% foram consumidos com as despesas processuais. Pela comparação entre os percentuais dos custos totais e dos efetivamente pagos sobre ativo inicial, é possível inferir que parte significativa dos custos totais não foi paga, uma vez que a relação custos pagos/ativo inicial é inferior à relação custos totais/ativo inicial.

Em relação ao ativo final, em média, os custos totais representaram 90% do valor deste. Obteve o menor percentual o caso F100 (conforme Tab. 5 do Apêndice A), com custos de 2,65% e o maior percentual foi o do caso F12, com 724% (conforme Tab. 5 do Apêndice A). Caso todas as despesas dos processos falenciais fossem pagas, 90% de todo o valor disponível para o pagamento dos credores seriam gastos para cobrir as despesas processuais e apenas 10% sobriariam para ser distribuído entre eles. Isso evidencia quão onerosos foram os processos consultados.

Em alguns processos, F4, F7, F12, F18, F29, F90, F92 e F94, (ver Tab. 5 do Apêndice A) os custos gerados foram maiores que os recursos obtidos. Excluindo-se tais casos para o cálculo da proporção dos custos diretos totais em relação ao ativo final, tem-se que, em média, os custos representaram 31% desses ativos. Dessa taxa, é possível deduzir que, nesses processos, se todas essas despesas e custas judiciais fossem pagas, restaria menos de 70% do ativo final para a distribuição entre os credores concursais.

A fim de verificar o quanto do valor que poderia ter sido distribuído entre os credores foi consumido pelas despesas administrativas dos processos, estimou-se a proporção dos custos diretos pagos em relação ao ativo final. Ao se observar o Quadro 6, tem-se que, do valor total disponível a ser distribuído entre os credores, em média, 35% foi consumido com o pagamento dos custos diretos, restando para a distribuição entre os credores aproximadamente 65%. Por esse dado, é possível observar que um percentual significativo do resultado obtido na falência é consumido com as despesas do processo e como os custos diretos podem afetar diretamente o ressarcimento dos credores, ou seja, o objetivo da falência. Em valores absolutos (ajustados pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e

como data base de atualização o dia 30.09.2013), os custos diretos pagos dos processos consultados foram de, em média, R\$29.262,12. As maiores despesas foram as referentes aos honorários do administrador judicial/síndico e do perito.

Buscou-se também observar a variação do valor dos ativos durante o processo de liquidação. Obteve-se como resultado que os ativos das falidas tiveram perda de valor de, em média, 47%. Em apenas quatro dos 29 casos, F3, F9, F24 e F87, (vide Tab. 8 do Apêndice A) os valores do ativo tiveram aumento. Isso demonstra a dificuldade de se maximizar o valor dos ativos em processos falenciais. Algo a ser observado é que, em diversos casos, a perda de valor dos ativos se deu em função de mau acondicionamento ou perda de validade dos bens devido à demora na venda destes.

Outra forma de observar a variação do valor do ativo é considerar como valor final o valor total pago aos credores subtraído do valor gasto com os custos diretos. Essa seria uma maneira de obter a variação do ativo inicial em relação ao resultado líquido obtido na falência.

Ao se analisar a variação do ativo líquido dos custos diretos pagos, observou-se uma perda de, em média, 59%. Isso indica que, do valor total dos bens arrecadados, aproximadamente 40% ficou disponível para o pagamento dos credores que não eram extraconcursais⁴. Assim, nota-se que o resultado da arrecadação dos bens a ser entregue aos credores é reduzido por pelo menos dois fatores: a desvalorização dos ativos específicos e o pagamento das despesas processuais.

As taxas de recuperação dos credores foram calculadas para a dívida total das devedoras e também para as classes de crédito, segundo a Lei 11.101/05. Observou-se que, de toda a dívida das falidas, em média 12% foi ressarcida aos credores. Isso demonstra a ineficácia do procedimento falimentar em atingir o seu propósito. Em relação às classes, os créditos com as maiores taxas de recuperação foram os extraconcursais com taxa média de 60% e os trabalhistas, com recuperação média de 35%. Por esses percentuais tem-se uma indicação de cumprimento do pagamento dos credores conforme a ordem estabelecida pela legislação falimentar. Nos casos de falência frustrada, caso do processo F10 (conforme Tab. 10 do Apêndice A), o Estado não tem ressarcimento das custas judiciais, os profissionais envolvidos

⁴ Nos processos que compõem a amostra desta pesquisa, os créditos extraconcursais compreendem apenas os honorários dos profissionais envolvidos nos processos, as custas e as despesas judiciais.

no processo nada recebem pelos serviços prestados e a taxa de recuperação dos credores é igual a zero.

Em relação ao tempo despendido nos processos, o período médio de duração das falências dessa amostra foi de 9 anos. O processo mais célere foi o de código F16 (conforme Tab. 7 do Apêndice A) que durou apenas 1,2 ano, muito provavelmente por se tratar de uma falência frustrada (quando a falida não possui ativos para saldar as dívidas). Enquanto o mais moroso foi o de código F48 (vide Tab. 7 do Apêndice A) que durou 36,3 anos. Por esses dados nota-se a morosidade dos processos de falência nas comarcas consultadas.

4.2 Processos de recuperação judicial

A seguir, no Quadro 7, estão sintetizados os resultados obtidos nesta pesquisa para os processos de recuperação. Para informações relativas aos resultados individuais desses processos, ver Apêndice B.

Processos de recuperação			
Variáveis	Proxies	Resultados	Ref. no Apêndice B
Custos Diretos	Custos diretos totais sobre o ativo inicial da devedora	26% em média	Tab. 12
Custos Indiretos	Taxa de recuperação do total de credores	25% em média	Tab. 16
	Taxa de recuperação dos credores por classe	Mínimo de 29% e máximo de 35%	Tab. 17
	Custos de oportunidade para os credores	Os mais frequentes foram o parcelamento do crédito e o período de carência para o início dos recebimentos.	Tab. 15
	Custos de oportunidade para as devedoras	Os mais frequentes foram a necessidade de ações voltadas para redução de custos e redução do número de funcionários.	Tab. 14
	Tempo despendido no processo	4 anos	Tab.13

Quadro 7. Resultados encontrados para os processos de recuperação judicial

Fonte: Elaborado pelo autor

Obteve-se que os custos diretos da recuperação foram de, em média, 26% do valor do ativo inicial das devedoras, alcançando, em termos absolutos, uma média de R\$254.124,18 (valor ajustado pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data

base de atualização o dia 30.09.2013). Das *proxies* utilizadas para o levantamento dos gastos consumidos nesses processos, os mais significativos foram, em primeiro lugar, os relativos aos honorários de peritos, em segundo lugar, aos honorários dos administradores judiciais e, em terceiro, as custas e despesas processuais. Por esses dados, é possível observar que os processos de recuperação consultados também se mostraram onerosos, o que pode vir a agravar a situação de crise financeira dessas empresas devido aos desembolsos exigidos para o andamento do processo. Ressalta-se que, dos processos considerados nesta amostra, nenhum deles atingiu a fase de encerramento, o que indica que os seus custos podem ser maiores do que os apresentados neste trabalho.

Em função de os processos de recuperação consultados não serem encerrados, para medir o tempo despendido nestes, foi utilizada a data em que cada processo foi consultado ou, nos casos em que houve convolação em falência, a data da decretação desta como o final do processo.

Até á época em que foram consultados, os processos de recuperação possuíam um período médio de 4 anos. Tempo pelo menos em dobro superior ao estipulado na Lei 11.101/05 para o encerramento do processo após a concessão da recuperação. Essa demora em se encerrar os processos pode prejudicar as operações da devedora e também afetar o judiciário por meio do acúmulo de processos, por exemplo.

Em relação aos custos indiretos nos processos consultados, os mais comuns para as devedoras foram a necessidade de ações voltadas para redução de custos e a redução do número de funcionários. Além destes, outros custos indiretos para as devedoras foram percebidos: i) reorganização operacional, ii) mudança de endereço, iii) venda de bens imóveis, iv) venda de parte das quotas da empresa, v) fechamento de filiais, vi) terceirização de serviços, vii) retenção de depósitos por bancos que também são credores, viii) revisão de cargos e salários, ix) dificuldade em obter crédito, x) exigência de pagamento à vista pelos fornecedores e xi) venda de bens. Essas ações podem impactar diretamente a estrutura operacional dessas empresas e, conseqüentemente, as suas chances de continuidade.

Para os credores, as perdas mais frequentes foram o parcelamento do crédito e o período de carência para o início dos recebimentos. A grande maioria das empresas propôs em seus planos de recuperação o parcelamento da dívida em 12 meses, tendo empresas que ofereceram

o pagamento em até 15 anos. Em relação à carência, o período mais frequente para o início do pagamento das dívidas foi de três meses, tendo um caso em que empresa solicitou um período de 6 meses. Em relação aos credores, os outros custos indiretos identificados foram: i) pagamento da dívida com deságio entre 10% e 40%, ii) pagamento de dívidas sem correção monetária, e iii) pagamento das dívidas sem acréscimo de juros.

Em relação à taxa de recuperação dos credores, foram reavidos durante os processos de recuperação, ainda em andamento, em média 25% dos créditos totais. Quanto aos pagamentos por classe, nos casos (R11 e R25, ver Tab. 17 do Apêndice B) em que há créditos preferenciais, estes foram recebidos em maior percentual ao longo do processo. Observa-se que, num prazo médio de quatro anos, apenas 1/4 das dívidas foram ressarcidas, o que evidencia a dificuldade de os credores em processos de recuperação reaverem seus direitos tanto no que se refere ao valor devido quanto em relação ao período de espera pelo recebimento.

4.3 Síntese dos resultados encontrados e dos estudos internacionais

Guardadas as diferenças amostrais, temporais e metodológicas, a seguir estão elencados os principais resultados desta pesquisa e dos estudos internacionais utilizados como referência para o desenvolvimento desta.

Resultados dos estudos internacionais e desta pesquisa									
Autor (es)	Tipo de processo	Custos Diretos/Ativo Inicial	Custos Diretos/Ativo Final	Tempo (anos)	Custos Indiretos				
					Varição do ativo	Taxa de recuperação dos credores	Custos de oportunidade para os devedores	Custos de oportunidade para os credores	
Warner (1977)	Falência	5,30%	-	12,5	-	-	-	-	-
Weis (1990)	Falência	2,80%	-	-	-	-	-	-	-
Campbel (1997)	Recuperação	8,50%	-	1,17	-30%	-	-	-	-
Bris, Welch e Zhu (2006)	Falência	8,15%	80,40%	2	De -64 a -84%	5,40%	-	-	-
	Recuperação	16,90%	9,40%	2	De -31 a +195%	69,00%	-	-	-
Esta pesquisa	Falência	39% *	90% *	9,2	-47%	12%	-	-	-
		12% **	35% **						
	Recuperação	26%	-	4,2	-	25%	Os mais frequentes foram o parcelamento do crédito e o período de carência para o início dos recebimentos.	Os mais frequentes foram a necessidade de ações voltadas para redução de custos e redução do número de funcionários.	

Quadro 8 . Resultado dos estudos internacionais e desta pesquisa

* Foram considerados os custos diretos totais (não necessariamente pagos)

** Foram considerados os custos diretos pagos

Fonte: Elaborado pelo autor

A relação entre os custos diretos e o ativo inicial, nesta pesquisa, foi, em média, de 39% considerando os custos totais, de 12% considerando os custos pagos em processos de falência e de 26% considerando os custos totais nos de recuperação. O segundo maior custo sobre o

ativo inicial foi o encontrado por Bris, Welch e Zhu (2006), com médias de 8% para as falências e de 17% para as recuperações. Comparada aos demais estudos, esta pesquisa obteve a maior proporção dos custos diretos sobre o ativo inicial das empresas, o que pode indicar que os processos de falência aqui consultados foram conduzidos de uma forma menos eficiente do que os processos das amostras dos demais trabalhos considerados.

Quanto à proporção dos custos diretos sobre o ativo final nas falências, se observados os custos pagos que foram de, em média, 35% nesta pesquisa, este resultado foi inferior ao do trabalho de Bris, Welch e Zhu (2006), que apresentou um percentual de 80%. Porém, ao se analisar os custos totais, de em média 90%, a amostra deste estudo obteve custo superior ao evidenciados por esses autores.

A variação do valor do ativo da falida nesta pesquisa foi, em média, -47% relativamente menor às perdas apresentadas por Bris, Welch e Zhu (2006) que apresentaram perdas do ativo que variaram entre -64 e -84%. Hart (2000) afirma que uma das metas a serem alcançadas em processos de falência é a maximização do valor total a ser compartilhado entre os credores. No entanto, é possível observar, por esses resultados, que houve uma desvalorização significativa do valor dos ativos das empresas consideradas em ambos os estudos, evidenciando a dificuldade de se alcançar tal propósito.

Em relação ao tempo despendido, obteve-se que os processos de falência mais morosos foram os da amostra de Warner (1977), com média de 12,5 anos; neste estudo, os processos duraram em média 9 anos. No trabalho de Bris, Welch e Zhu (2006), o tempo médio desses processos foi de apenas dois anos. Observa-se uma expressiva diferença entre o tempo despendido nos processos deste e dos demais trabalhos, o que demonstra que processos de falência podem ser conduzidos de uma maneira mais célere. O tempo dos processos de recuperação foi menor do que os processos de falência. Nesta pesquisa, as recuperações se estenderam por pelo menos 4 anos, em média, período superior aos encontrados nos demais estudos, em torno de dois anos.

Quanto à taxa de recuperação dos credores, os resultados de Bris, Welch e Zhu (2006) foram maiores na recuperação, com taxa de 69%; nesta pesquisa obteve-se 25%. Essa taxa calculada em processos de falência foi de 12% para a amostra deste trabalho, enquanto em Bris, Welch e Zhu (2006) foi de 5,4%. Por esses dados, é possível inferir que os processos de recuperação pertencentes ao trabalho de Bris, Welch e Zhu (2006) foram muito mais eficientes do que os

analisados nesta pesquisa, pois na metade do tempo (dois anos) a taxa de recuperação dos credores foi superior em 57 pontos percentuais. Porém, nos processos de falência, observa-se uma taxa de recuperação muito baixa em ambos os trabalhos, o que pode indicar que ressarcir credores por meio desse tipo de processo pode ser algo difícil de ser alcançado.

Nos processos de recuperação consultados, os custos de oportunidade mais frequentes para as devedoras foram a necessidade de ações voltadas para redução de custos e redução do número de funcionários e, para os credores, o parcelamento do crédito e o período de carência para o início dos recebimentos. Os custos de oportunidade para a devedora e para os credores foram identificados apenas nesta pesquisa, assim, não há trabalhos com que se possam comparar os resultados encontrados.

5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa foi desenvolvida a fim de evidenciar os custos envolvidos na condução de procedimentos adotados na insolvência quando esta leva a empresa aos processos jurídicos de falência ou recuperação, tendo como premissa a existência de custos de transação na aplicação de normas, neste caso, custos de transação políticos (FURUBOTN & RICHTER, 2000). No Brasil, poucos estudos relativos aos procedimentos adotados na insolvência foram encontrados, o que impeliu a pesquisa por estudos internacionais que abordassem essa temática.

A motivação para estudar os custos de falência se dá em função da necessidade de compará-los aos benefícios trazidos pela legislação falimentar, pois segundo Furubotn e Richter (2000), a análise de normas deve ser feita pela defrontação entre os custos e os benefícios da sua aplicação.

Os benefícios da Lei de Falências se misturam aos seus objetivos: ressarcir credores de empresas insolventes e recuperar empresas em crise financeira. No entanto, seus custos se mostraram bastantes desconhecidos no Brasil, até então. Assim, esperou-se com esta pesquisa trazer as primeiras evidências dos custos envolvidos na aplicação da legislação falimentar brasileira.

Por meio dos resultados obtidos, pode-se observar que os processos de falência considerados nesta pesquisa foram conduzidos de uma forma morosa. Os casos da amostra duraram em média 9,2 anos, sendo que dos quatro estudos internacionais considerados, apenas um deles, Warner (1977), obteve período superior a esse.

As análises mostraram que os processos de falência são pouco eficazes no ressarcimento de credores. A taxa média de recuperação dos créditos, nesta pesquisa, foi de 12%, taxa superior a encontrada por Bris, Welch e Zhu (2006), de 5,9%. Esses dados demonstram a quase incapacidade de uma empresa falida pagar suas dívidas. Essa baixa taxa de recuperação pode ser justificada, em parte, pela perda de valor do ativo da devedora e pelos custos diretos em se conduzir o processo falencial.

A perda do valor do ativo encontrada por Campbel (1997) foi de 30%; por Bris, Welch e Zhu (2006) de 64% a 84%; e neste estudo, essa queda foi de em média de 47%. Na pesquisa aqui desenvolvida, após se retirar do valor do ativo final da falida os recursos consumidos com os custos diretos, obteve-se uma perda do valor do ativo arrecadado de em média 59%. Assim, tem-se que, em média, de tudo o que foi arrecadado no início do processo, aproximadamente 41% foi distribuído entre os credores, excluindo-se os extraconcursais. Os três estudos apresentaram em comum, com esses resultados, a dificuldade de se maximizar o valor do ativo em processos de falência.

Em relação aos custos diretos, os processos desta amostra foram os que apresentaram maior custo em relação ao ativo pré-falência: 12% considerados os custos pagos e 90% considerados os custos totais. Quando observados os custos diretos pagos em relação ao ativo final, esse percentual foi de, em média, 35%. Assim, tem-se que, do total disponível a ser distribuído entre os credores da amostra, cerca de 65% foi de fato repartido entre eles. Isso evidencia a capacidade de os custos diretos afetarem o alcance do propósito da falência de ressarcir credores.

A análise dos processos permitiu depreender que a variação negativa do valor dos bens arrecadados, em vários casos, se deu em função da perda de validade e obsolescência devido ao mau acondicionamento ou pela demora em se autorizar a venda daqueles. Com base nessas observações, pode-se afirmar que a forma como os processos foram conduzidos contribuiu para a pouca eficiência na alocação dos recursos disponíveis nos processos falenciais.

Em relação à recuperação judicial, observou-se pelos processos consultados que o tempo despendido na recuperação, em média 4 anos, foi superior ao indicado pela lei, de dois anos. Tempo também superior aos dos estudos internacionais que foram de aproximadamente dois anos.

O tempo despendido na recuperação deve ser o menor possível, pois é um período em que a empresa tende a deixar de focar nos seus negócios, nas suas operações, para focar no processo de recuperação, despendendo seus esforços e recursos com o processo, além de ser um período em que decisões relacionadas às questões patrimoniais, como a venda de bens, por exemplo, precisam ser autorizadas pelos credores e pelo juiz responsável pelo caso.

Em relação à taxa de recuperação dos credores, foi encontrado um percentual de 25% da dívida total das recuperandas desta amostra, taxa inferior a obtida por Bris, Welch e Zhu (2006) de 69%. Se comparadas essas taxas às obtidas na falência, observa-se que a recuperação é um meio mais eficaz para ressarcir credores do que a liquidação e num menor espaço de tempo - o que não necessariamente indica que as recuperações observadas foram eficientes nos pagamentos das dívidas.

Nesta amostra, os custos diretos representaram, em média, 26% do ativo inicial apresentado nos balanços das recuperandas imediatamente antes da entrada no processo; esse percentual foi de 17% no estudo de Bris, Welch e Zhu (2006). Vê-se que os processos de recuperação analisados se mostraram caros ao se considerar a possibilidade de 1/4 do ativo da empresa ser consumido com a condução do processo. Ademais, uma empresa em recuperação é uma empresa em crise econômico-financeira, logo, realizar esses desembolsos pode ser algo que afete a sua dinâmica operacional e comprometa a sua continuidade.

Além dos custos diretos, a recuperação judicial gera custo de oportunidade para credores e devedores. Para os credores, os custos de oportunidade mais recorrentes dentre os processos da amostra foram a exigência de carência mínima de três meses para o recebimento do crédito e o parcelamento deste por período mínimo de 12 meses. Para as devedoras, os custos indiretos mais comuns foram: i) ações relativas a reduções dos custos, ii) redução do quadro de funcionários, iii) exigência de pagamento à vista pelos credores, iv) dificuldade em obter crédito e v) venda de bens. Isso demonstra que existe uma contrapartida para ambas as partes ao se renegociar direitos e obrigações por meio desse instituto legal. Um agravante da presença dos custos indiretos para a devedora é que eles podem acentuar a crise na qual a empresa se encontra.

Sumariamente, pode-se afirmar que a condução desses processos de liquidação e reorganização foi dispendiosa e lenta. Assim, pode-se entender que, em relação à falência, o tempo e a forma como os recursos são alocados comprometem a finalidade da lei de ressarcir credores. Os recursos presentes no início do processo tem parte significativa consumida com perdas que poderiam ser minimizadas e com as despesas administrativas do processo, o que faz com que sobre pouco desses recursos para ser distribuído entre os credores.

Em relação à recuperação, também se gasta bastante tempo e recurso para devolver aos credores uma pequena parte do todo que lhe é devido. Além de ser um processo dispendioso, a recuperação faz com que os participantes diretos do processo incorram em custos indiretos. Os custos de falência podem vir a comprometer a continuidade da recuperanda e, conseqüentemente, afetar o alcance do objetivo da recuperação e a efetivação do princípio da preservação da empresa.

Apesar de terem sido apontadas algumas falhas dos processos de falência e recuperação, não foi possível distinguir quais delas tem origem no texto legal e quais tem origem na aplicação da norma. Essa análise seria de extrema relevância, no entanto, não foi objeto desta pesquisa. Assim, propõem-se pesquisas que aprofundem nessas questões e que apontem não somente outras falhas, mas também as possíveis soluções para elas.

Estudos que tratem da continuidade e da posição financeira de empresas que passaram pela recuperação também merecem ser desenvolvidos e aprofundados, a fim de se compreender as ações que permitiram o soerguimento dessas empresas.

Outra sugestão refere-se à investigação das causas dos custos de falência de modo que o entendimento destas conduza a proposições de melhorias nos resultados entregues em processos de falência e de recuperação.

REFERÊNCIAS⁵

- AGHION, P.; HART, O; MOORE, J. (1992). The economics of bankruptcy reform. NEER *Working Paper* n.4097, jun. Recuperado em 12.11.2013 de http://www.nber.org/papers/w4097.pdf?new_window=1.
- ALTMAN, E. I. (1983). Why business fail. *Journal of Business Strategy* (pre-1986), Spring, 3, 15-21.
- ALTMAN, E. I. (1993). *Corporate financial distress and bankruptcy: a complete guide to predicting and avoiding distress and profiting from bankruptcy*. 2ed. Wiley Financial Edition.
- ALTMAN, E. I. (2006). *Corporate financial distress and bankruptcy: predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*. Edith Hotchkiss, 3ed.
- ARAUJO, A.; LUNDBERG, E. (2003). *A nova lei de falências: uma avaliação*. Economia Bancária e Crédito - Avaliação de 4 anos do projeto Juros e Spread Bancário. Banco Central do Brasil, p. 44-57. Recuperado em 24.04.2011 de <http://aurora.proderj.rj.gov.br/portaldpge/imagem-dpge/public/arquivos/economia-bancaria-credito-4.pdf#page=45>.
- BAIRD, D. G. (1986). The uneasy case for corporate reorganization. *Journal of Legal Studies* 15, 127-147.
- BRANCH, B. (2002). The costs of bankruptcy: a review. *International Review of Financial Analysis*, 11, 39-57.
- BRIS, A.; WELCH, I.; ZHU, N. (2006). The cost of bankruptcy: chapter 7 liquidation vs. chapter 11 reorganization. *The Journal of Finance*, LXI, n.3, 1253-1303.
- BUCHANAN, J. M. (1993) . *Custo e escolha. Uma indagação em teoria econômica*. (L. A. P. Rafael, Trad). São Paulo: Instituto Liberal/ Ed. Inconfidentes.
- CAMPBELL, S. V. (1997). An Investigation of the direct costs of bankruptcy reorganization for closely held firms. *Journal of small business management*, jul., 21-29.

⁵ De acordo com o estilo APA – American Psychological Association.

- COASE, R.H. (1960). The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, 3, Oct.,1-44.
- Decreto Lei n. 7.661 de 21 de junho de 1945. Lei de falências. Brasil. Recuperado em 20.04.2011 de <http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/24/1945/7661.htm>.
- EASTERBROOK, F.H. (1990). Is corporate bankruptcy efficient? *Journal of Financial Economics*, 27, 411-417.
- FISHER, T.C.G.; MARTEL, J. (2005). The Irrelevance of Direct Bankruptcy Costs to the Firm's Financial Reorganization Decision. *Journal of Empirical Legal Studies*, 2, 151-169.
- FÜHER, M.C.A. (2008). *Roteiro das recuperações e falências: Lei 11.105/2005 - Dec. Lei 7.661/1945*. 2ed.rev.e atual. São Paulo: Editora dos Tribunais.
- FUNCHAL, A.A.B. (2009). A nova lei de falências brasileira: primeiros impactos *Revista de Economia Política*, 29, 3, 191-212.
- FURUBOTN, E.G.; RICHTER, R. (2000). *Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*. The University of Michigan Press.
- HART, O. (2000). Different approaches to bankruptcy. National Bureau of Economic Research. *Working Paper* 7921, set. Recuperado em 05.05.2013 de http://www.nber.org/papers/w7921.pdf?new_window=1.
- HERTIG; KANDA. (2004). Creditor protection. In KRAAKMAN, R.; DAVIES, P.; HANSMANN, H.; HERTIG, G.; HOPT, K.J.; KANDA, H.; ROCK, E.B. *The Anatomy of Corporate Law*. New York: Oxford University Press.
- JUPETIPE, F. K. N. (2011). *Estudo de caso da recuperação judicial da varig s.a. sob uma perspectiva de custos de falência*. Monografia, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.
- Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. BRASIL. Recuperado em 23.03.2011 de http://www.planalto.gov.br/ccivil/_ato2004-2006/2005/lei/L11101.htm.
- LISBOA, M.B.; DAMASO, O.; CARAZZA, B.; COSTA, A.C.A. (2005). A racionalidade econômica da nova lei de falências e de recuperação de empresas.. In PAIVA, L.F.V.

Direito falimentar e a nova lei de falências e de recuperação de empresas. São Paulo: Quartier Latin.

- MÁRIO, P. C. (2002). *Contribuição ao estudo da solvência empresarial: uma análise de modelos de previsão – estudo exploratório aplicado em empresas mineiras.* Dissertação de mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- MÁRIO, P. C.; AQUINO, A. C. B. (2004). Falências. In: *Teoria avançada da contabilidade.* Org. IUDÍCUBUS, S.; LOPES, A. B. São Paulo: Atlas.
- MÁRIO, P. C. (2005). *O fenômeno da falência: análise das causas.* Tese de doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- MATIAS, A. B. (1992). *O instituto jurídico da concordata no Brasil como instrumento de recuperação econômica e financeira das empresas.* Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- PEREIRA, C. B. (2005). Principais mudanças na nova lei de falência. *Revista Jus Navegandi – Doutrina e Peças.* Recuperado em 01.07.2013 de <http://jus.com.br/revista/texto/6747>.
- SECURATO, J.R.; CARRETE, L.S., SAVOIA, J.R.F. (2004). *Revista Contabilidade & Finanças - RC&F*, São Paulo, 36, 61 - 73.
- SERASA EXPERIAN (2013). Indicador Serasa Experian de Falências e Recuperações. Recuperado em 29.10.2013 de <http://noticias.serasaexperian.com.br/indicadores-economicos/falencias-e-recuperacoes/>.
- WEISS, L.A. (1990). Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims. *Journal of Financial Economics*, 27, 285-314.
- WARNER, J.B. (1977). Bankruptcy costs: some evidence. *The Journal of Finance*, 32, 2, 337-347.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Resultados individuais dos processos de falência

Tabela 3 – Custos diretos em relação ao ativo inicial

Código do processo	Custos diretos (R\$)	Ativo inicial da falida (R\$)	Proporção dos Custos diretos sobre o ativo inicial da falida (%)
F1	10.075,35	223.536,86	4,51%
F2	10.835,47	72.370,00	14,97%
F3	4.137,22	81.193,42	5,10%
F4	9.745,87	1.938,99	502,63%
F5	789,41	4.948,39	15,95%
F6	420.472,17	7.412.160,68	5,67%
F7	1.439,73	1.529,32	94,14%
F9	2.587,55	23.759,37	10,89%
F11	29.670,23	386.451,09	7,68%
F12	33.253,99	27.398,08	121,37%
F13	17.287,34	35.768,39	48,33%
F14	9.000,73	92.202,35	9,76%
F21	2.978,36	61.939,91	4,81%
F23	3.073,84	155.339,88	1,98%
F24	6.170,86	23.788,75	25,94%
F29	7.484,26	319.155,78	2,35%
F31	5.701,43	72.044,62	7,91%
F47	2.013,81	37.312,27	5,40%
F71	497.317,96	3.568.381,44	13,94%
F77	2.775,12	8.435,61	32,90%
F87	917,89	5.107,49	17,97%
F88	27.620,76	937.187,83	2,95%
F89	3.326,11	17.306,92	19,22%
F90	9.947,41	9.148,00	108,74%
F91	181,05	5.818,66	3,11%
F93	317.301,73	11.761.204,74	2,70%
F94	181,42	7.585,10	2,39%
F100	33.287,21	1.541.029,98	2,16%
F101	23.672,86	96.020,00	24,65%
Média	51.491,28	930.691,86	38,62%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: valores monetários ajustados pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data base de atualização o dia 30.09.2013.

Tabela 4 – Custos diretos pagos em relação ao ativo inicial

Código do processo	Ativo inicial da falida (R\$)	Custos diretos pagos (R\$)	Proporção dos custos diretos pagos sobre o ativo inicial da falida
F1	223.536,86	4.136,17	1,85%
F2	72.370,00	1.848,72	2,55%
F3	81.193,42	0,00	0,00%
F4	1.938,99	1.769,10	91,24%
F5	4.948,39	789,41	15,95%
F6	7.412.160,68	113.154,57	1,53%
F7	1.529,32	650,30	42,52%
F9	23.759,37	2.586,67	10,89%
F11	386.451,09	18.303,15	4,74%
F12	27.398,08	4.590,73	16,76%
F13	35.768,39	2.760,70	7,72%
F14	92.202,35	7.728,06	8,38%
F21	61.939,91	7.252,78	11,71%
F23	155.339,88	2.806,20	1,81%
F24	23.788,75	4.752,08	19,98%
F29	319.155,78	2.551,78	0,80%
F31	72.044,62	5.696,43	7,91%
F47	37.312,27	1.890,28	5,07%
F71	3.568.381,44	396.520,90	11,11%
F77	8.435,61	94,87	1,12%
F87	5.107,49	738,97	14,47%
F88	937.187,83	10.103,10	1,08%
F89	17.306,92	2.107,17	12,18%
F90	9.148,00	1.401,61	15,32%
F91	5.818,66	110,43	1,90%
F93	11.761.204,74	284.664,80	2,42%
F94	7.585,10	149,50	1,97%
F100	1.541.029,98	32.107,48	2,08%
F101	96.020,00	21.462,91	22,35%
Média	930.691,86	32.163,06	11,63%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: valores monetários ajustadas pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data base de atualização o dia 30.09.2013.

Tabela 5 – Custos diretos em relação ao ativo final da falida

Código do processo	Custos diretos (R\$)	Ativo final da falida (R\$)	Proporção dos Custos diretos sobre o ativo final da falida (%)
F1	10.075,35	52.123,53	19,33%
F2	10.835,47	28.418,34	38,13%
F3	4.137,22	82.446,82	5,02%
F4	9.745,87	1.769,10	550,89%
F5	789,41	1.592,58	49,57%
F6	420.472,17	1.266.360,76	33,20%
F7	1.439,73	650,30	221,39%
F9	2.587,55	29.575,59	8,75%
F11	29.670,23	44.801,68	66,23%
F12	33.253,99	4.590,73	724,37%
F13	17.287,34	20.234,00	85,44%
F14	9.000,73	62.375,25	14,43%
F15	2.511,28	2.511,28	100,00%
F17	1.945,35	7.690,77	25,29%
F18	114,18	73,23	155,92%
F21	2.978,36	7.252,78	41,07%
F23	3.073,84	45.602,75	6,74%
F24	6.170,86	27.931,89	22,09%
F29	7.484,26	2.551,78	293,30%
F31	5.701,43	50.388,61	11,31%
F32	22.442,27	62.535,26	35,89%
F47	2.013,81	9.728,34	20,70%
F71	497.317,96	3.091.551,85	16,09%
F77	2.775,12	5.156,29	53,82%
F86	78.370,35	384.250,00	20,40%
F87	917,89	6.794,54	13,51%
F88	27.620,76	420.446,73	6,57%
F89	3.326,11	10.152,80	32,76%
F90	9.947,41	7.394,75	134,52%
F91	181,05	1.723,50	10,50%
F92	2.852,22	2.244,90	127,05%
F93	317.301,73	5.877.342,55	5,40%
F94	181,42	149,50	121,35%
F100	33.287,21	1.257.017,33	2,65%
F101	23.672,86	32.421,83	73,02%
Média	45.756,65	368.795,77	89,91 %

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: valores monetários ajustadas pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data base de atualização o dia 30.09.2013.

Tabela 6 – Custos diretos pagos em relação ao ativo final da falida

Código do processo	Ativo final da falida (R\$)	Custos diretos pagos (R\$)	Proporção do ativo final da falida consumido pelos custos diretos
F1	52.123,53	4.136,17	7,94%
F2	28.418,34	1.848,72	6,51%
F3	82.446,82	0,00	0,00%
F4	1.769,10	1.769,10	100,00%
F5	1.592,58	789,41	49,57%
F6	1.266.360,76	113.154,57	8,94%
F7	650,30	650,30	100,00%
F9	29.575,59	2.586,67	8,75%
F11	44.801,68	18.303,15	40,85%
F12	4.590,73	4.590,73	100,00%
F13	20.234,00	2.760,70	13,64%
F14	62.375,25	7.728,06	12,39%
F15	2.511,28	2.511,28	100,00%
F17	7.690,77	922,86	12,00%
F18	73,23	0,00	0,00%
F21	7.252,78	7.252,78	100,00%
F23	45.602,75	2.806,20	6,15%
F24	27.931,89	4.752,08	17,01%
F29	2.551,78	2.551,78	100,00%
F31	50.388,61	5.696,43	11,30%
F32	62.535,26	21.377,73	34,19%
F47	9.728,34	1.890,28	19,43%
F71	3.091.551,85	396.520,90	12,83%
F77	5.156,29	94,87	1,84%
F86	384.250,00	64.388,47	16,76%
F87	6.794,54	738,97	10,88%
F88	420.446,73	10.103,10	2,40%
F89	10.152,80	2.107,17	20,75%
F90	7.394,75	1.401,61	18,95%
F91	1.723,50	110,43	6,41%
F92	2.244,90	2.244,90	100,00%
F93	5.877.342,55	284.664,80	4,84%
F94	149,50	149,50	100,00%
F100	1.257.017,33	32.107,48	2,55%
F101	32.421,83	21.462,91	66,20%
Média	368.795,77	29.262,12	34,66%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: valores monetários ajustadas pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data base de atualização o dia 30.09.2013.

Tabela 7 – Tempo despendido nos processos de falência

Código do processo	Data do protocolo do pedido	Data da convolação da Concordata/Recuperação em falência*	Data do encerramento do processo	Data da consulta aos autos**	Duração do processo (anos)
F1	04/11/2002		25/03/2008		5,4
F2	07/03/2005		09/05/2012		7,2
F3	28/07/1995	12/02/1996	07/10/2003		7,7
F4	15/07/1998		03/07/2001		3,0
F5	25/07/1995		26/02/1998		2,6
F6	23/06/1980		23/11/1993		13,4
F7	09/08/1991		22/07/1994		3,0
F8	01/07/2003		26/07/2010		7,1
F9	08/08/2000		12/02/2006		5,5
F10	11/03/2003		29/09/2005		2,6
F11	18/10/1995		26/09/2003		7,9
F12	04/02/1999		16/05/2001		2,3
F13	03/03/1998		09/12/2003		5,8
F14	12/11/2002		05/08/2009		6,7
F15	02/12/2003	04/04/2005	19/04/2012		7,0
F16	22/09/1997		02/12/1998		1,2
F17	13/05/1991		22/05/1996		5,0
F18	10/05/1987	30/04/1991	24/05/1994		3,1
F19	29/11/1996		13/10/2011		14,9
F20	15/05/1995	03/03/1999	14/05/2001		2,2
F21	25/02/1999		27/07/2001		2,4
F23	21/09/1995	24/06/1996	14/09/1998		2,2
F24	16/09/1997		04/09/2006		9,0
F25	11/06/2003			06/03/2013	9,7
F26	16/05/2005			06/03/2013	7,8
F27	04/06/1998			08/03/2013	14,8
F28	25/08/1995			11/03/2013	17,6
F29	17/09/1998			11/03/2013	14,5
F30	09/02/2000		16/01/2010		9,9
F31	01/06/1993			12/03/2013	19,8
F32	06/10/1997	29/12/2000		14/03/2013	12,2
F33	02/08/2001			19/03/2013	11,6
F34	25/10/2000			20/03/2013	12,4
F35	14/02/2001			21/03/2013	12,1
F36	13/12/2006			21/03/2013	6,3
F37	29/09/2006			25/03/2013	6,5
F38	20/12/2006			25/03/2012	5,3
F39	14/04/1998			15/03/2013	14,9
F40	23/11/2009			04/04/2013	3,4
F41	28/12/2009			04/04/2013	3,3
F42	05/02/2003			08/04/2013	10,2
F43	05/02/2009	20/04/2010		18/04/2013	3,0

Continua

Continuação

Tabela 7 – Tempo despendido nos processos de falência

Código do processo	Data do protocolo do pedido	Data da convolação da Concordata/Recuperação em falência*	Data do encerramento do processo	Data da consulta aos autos**	Duração do processo (anos)
F44	16/05/2007			22/04/2013	5,9
F45	21/08/2006	21/10/2011		29/04/2013	1,5
F46	12/09/1996			07/02/2013	16,4
F47	01/12/1992		09/04/2002		9,4
F48	08/11/1976			14/02/2013	36,3
F49	17/09/1993			14/02/2013	19,4
F50	12/09/1985			07/02/2013	27,4
F51	07/02/1996		12/11/2012		16,8
F52	04/01/2000			21/02/2013	13,1
F53	17/05/2006			04/03/2013	6,8
F54	24/05/2000			25/02/2013	12,8
F55	03/07/2001			27/02/2013	11,7
F56	31/07/2003			04/03/2013	9,6
F57	08/09/2004	09/05/2005		08/03/2013	7,8
F58	29/10/1998			25/02/2013	14,3
F59	26/03/2002		29/11/2011		9,7
F60	28/02/2000			27/02/2013	13,0
F61	18/03/2002			27/02/2013	11,0
F62	26/02/2003			28/02/2013	10,0
F63	04/06/2001			01/03/2013	11,7
F64	02/12/1999		26/09/2012		12,8
F65	21/08/2002		20/12/2012		10,3
F66	25/01/2000			02/03/2013	13,1
F67	30/05/2000			11/03/2013	12,8
F68	22/02/2005			13/03/2013	8,1
F69	21/09/2005			14/03/2013	7,5
F70	22/07/2010			15/03/2013	2,6
F71	23/06/1996			13/03/2013	16,7
F73	12/04/2010			14/03/2013	2,9
F74	10/10/1996			14/03/2013	16,4
F75	10/10/1996			19/03/2013	16,4
F76	17/12/1992			19/03/2013	20,3
F77	10/03/2005		14/11/2012		7,7
F80	27/09/2007		22/04/2013		5,6
F81	01/06/2007		09/05/2013		5,9
F82	29/10/2010		01/03/2013		2,3
F83	21/07/2005	29/06/2007	09/11/2011		4,4
F86	17/05/2001		21/03/2012		10,9
F87	30/07/1996		12/04/2005		8,7
F88	11/07/1991	01/07/1993	27/09/2000		7,2

Conclusão

Tabela 7 – Tempo despendido nos processos de falência

Código do processo	Data do protocolo do pedido	Data da convolação da Concordata/Recuperação em falência*	Data do encerramento do processo	Data da consulta aos autos**	Duração do processo (anos)
F89	03/06/1996		29/08/2012		16,2
F90	26/06/1997		06/10/1999		2,3
F91	26/05/1982		28/06/1989		7,1
F92	13/01/2003		08/04/2008		5,2
F93	08/08/1995	17/10/1996	23/04/2002		5,5
F94	10/07/1981		28/09/1994		13,2
F95	10/08/1995	08/10/1995	24/08/1998		2,9
F96	29/07/1993		16/11/2011		18,3
F98	11/05/1994	07/07/1995	15/05/2000		4,9
F99	15/04/1998		18/03/2005		6,9
F100	01/06/1999		21/02/2001		1,7
F101	30/03/1995		28/06/1998		3,2
F102	27/06/1995	17/05/1996	25/10/2005		9,4
F103	01/03/2002		03/03/2010		8,0
Média					9,2

* Nos processos de falência que se iniciaram como processos de recuperação ou concordata, a data utilizada para o início do processo foi a da convolação, ou seja, data em que a recuperação/concordata se encerra e transforma-se num processo de falência.

** Essa informação foi utilizada quando o processo ainda não havia sido encerrado no período em que foi consultado. Nesses casos, a duração do processo será superior à apresentada na Tab.7.

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 8 – Variação do valor do ativo da falida

Código do processo	Ativo inicial da falida (R\$)	Ativo final da falida (R\$)	Variação do valor dos ativos
F1	223.536,86	52.123,53	-76,68%
F2	72.370,00	28.418,34	-60,73%
F3	81.193,42	82.446,82	1,54%
F4	1.938,99	1.769,10	-8,76%
F5	4.948,39	1.592,58	-67,82%
F6	7.412.160,68	1.266.360,76	-82,92%
F7	1.529,32	650,30	-57,48%
F9	23.759,37	29.575,59	24,48%
F11	386.451,09	44.801,68	-88,41%
F12	27.398,08	4.590,73	-83,24%
F13	35.768,39	20.234,00	-43,43%
F14	92.202,35	62.375,25	-32,35%
F21	61.939,91	7.252,78	-88,29%
F23	155.339,88	45.602,75	-70,64%
F24	23.788,75	27.931,89	17,42%
F29	319.155,78	2.551,78	-99,20%
F31	72.044,62	50.388,61	-30,06%
F47	37.312,27	9.728,34	-73,93%
F71	3.568.381,44	3.091.551,85	-13,36%
F77	8.435,61	5.156,29	-38,87%
F87	5.107,49	6.794,54	33,03%
F88	937.187,83	420.446,73	-55,14%
F89	17.306,92	10.152,80	-41,34%
F90	9.148,00	7.394,75	-19,17%
F91	5.818,66	1.723,50	-70,38%
F93	11.761.204,74	5.877.342,55	-50,03%
F94	7.585,10	149,50	-98,03%
F100	1.541.029,98	1.257.017,33	-18,43%
F101	96.020,00	32.421,83	-66,23%
Média	930.691,86	429.260,22	-46,84%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: valores monetários ajustadas pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data base de atualização o dia 30.09.2013.

Tabela 9 – Variação do valor do ativo da falida líquido dos custos diretos

Código do processo	Ativo inicial da falida (R\$)	Ativo final da falida líquidos dos custos diretos pagos (R\$)	Variação do Vr. dos ativos (líquidos dos custos diretos)
F1	223.536,86	47.987,36	-78,53%
F2	72.370,00	26.569,62	-63,29%
F3	81.193,42	82.446,82	1,54%
F4	1.938,99	0,00	-100,00%
F5	4.948,39	803,17	-83,77%
F6	7.412.160,68	1.153.206,19	-84,44%
F7	1.529,32	0,00	-100,00%
F9	23.759,37	26.988,92	13,59%
F11	386.451,09	26.498,53	-93,14%
F12	27.398,08	0,00	-100,00%
F13	35.768,39	17.473,30	-51,15%
F14	92.202,35	54.647,19	-40,73%
F21	61.939,91	0,00	-100,00%
F23	155.339,88	42.796,55	-72,45%
F24	23.788,75	23.179,81	-2,56%
F29	319.155,78	0,00	-100,00%
F31	72.044,62	44.692,18	-37,97%
F47	37.312,27	7.838,06	-78,99%
F71	3.568.381,44	2.695.030,95	-24,47%
F77	8.435,61	5.061,42	-40,00%
F87	5.107,49	6.055,57	18,56%
F88	937.187,83	410.343,63	-56,22%
F89	17.306,92	8.045,63	-53,51%
F90	9.148,00	5.993,14	-34,49%
F91	5.818,66	1.613,07	-72,28%
F93	11.761.204,74	5.592.677,75	-52,45%
F94	7.585,10	0,00	-100,00%
F100	1.541.029,98	1.224.909,85	-20,51%
F101	96.020,00	10.958,92	-88,59%
Média	930.691,86	397.097,16	-58,48%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: valores monetários ajustadas pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data base de atualização o dia 30.09.2013.

Tabela 10 – Taxa de recuperação dos credores em processos de falência (total)

Código do processo	Dívida total (R\$)	Ativo final da falida (R\$)	Taxa de recuperação dos credores - Total
F1	2.817.885,01	4.136,17	0,15%
F2	634.316,07	28.418,34	4,48%
F3	1.902.939,08	82.446,82	4,33%
F4	55.957.255,81	1.769,10	0,00%
F5	1.792.734,24	1.592,58	0,09%
F6	4.709.741,85	1.266.360,76	26,89%
F7	1.456,66	650,30	44,64%
F10	49.364,85	-	0,00%
F9	760.694,93	29.575,59	3,89%
F11	289.475,10	44.801,68	15,48%
F12	68.887,27	4.590,73	6,66%
F13	643.216,64	20.234,00	3,15%
F14	489.035,56	62.375,25	12,75%
F15	258.657,89	2.511,28	0,97%
F17	1.979.975,78	7.690,77	0,39%
F18	187,41	73,23	39,07%
F21	1.718.832,61	7.252,78	0,42%
F23	235.062,06	45.602,75	19,40%
F24	483.639,62	27.931,89	5,78%
F29	246.390,49	2.551,78	1,04%
F31	517.089,96	50.388,61	9,74%
F32	5.996.292,61	62.535,26	1,04%
F47	13.520,81	9.728,34	71,95%
F71	20.075.357,66	3.091.551,85	15,40%
F77	1.360.970,03	5.156,29	0,38%
F86	675.648,93	384.250,00	56,87%
F87	186.573,61	6.794,54	3,64%
F88	16.536.695,09	10.103,10	0,06%
F89	848.772,40	10.152,80	1,20%
F90	345.981,13	7.394,75	2,14%
F91	2.583.825,02	1.723,50	0,07%
F92	331.259,46	2.244,90	0,68%
F93	81.364.877,05	5.877.342,55	7,22%
F98	6.320.315,22	432.172,29	6,84%
F99	556.375,88	738,34	0,13%
F94	14.113.984,25	149,50	0,00%
F100	5.191.854,32	1.257.017,33	24,21%
F101	50.854,42	32.421,83	63,75%
Média	6.108.157,81	339.011,36	11,97 %

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: valores monetários ajustadas pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data base de atualização o dia 30.09.2013.

Tabela 11 – Taxa de recuperação dos credores em processos de falência (por classe)

Código do processo	Extraconcursais (custas e despesas processuais)	Trabalhistas	Tributários	Com garantia	Quirografários
F1	41,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
F2	17,06%	65,28%	0,00%	0,00%	0,00%
F3	0,00%	42,97%	0,00%		0,00%
F4	18,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
F5	100,00%		0,06%		0,00%
F7	45,17%				0,00%
F9	99,97%		22,27%	21,52%	0,00%
F10	0,00%		0,00%		0,00%
F11	61,69%	61,69%	61,69%	4,26%	0,00%
F12	13,81%		0,00%		0,00%
F13	15,97%	17,13%	0,00%	0,00%	0,00%
F14	85,86%	85,86%	10,52%		0,00%
F15	58,15%		0,00%		0,00%
F17	47,44%	10,69%	0,00%		0,00%
F18	0,00%		100,00%		100,00%
F21	92,10%		0,00%		0,00%
F23	91,29%	55,36%	0,00%		0,00%
F24	77,01%		7,82%		0,00%
F29	34,10%	0,00%	0,00%		0,00%
F31	99,91%	28,66%	99,91%		2,45%
F32	95,26%		0,84%		0,00%
F47	93,87%		68,12%		
F71	79,73%	59,15%	0,00%	0,00%	0,00%
F77	3,42%	2,32%	0,00%		0,00%
F86	82,16%	85,56%	37,06%		0,00%
F87	80,51%	25,49%	0,00%		0,00%
F88	36,58%		0,00%		0,00%
F89	63,35%	2,56%	0,00%		0,00%
F90	14,09%	6,94%	0,00%		0,00%
F91	60,99%	0,52%	0,00%		0,00%
F92	78,71%	0,00%	0,00%		0,00%
F93	89,71%	89,71%		70,73%	0,00%
F94	82,41%				0,00%
F100	96,46%	96,46%	0,00%	0,00%	0,00%
F101	90,66%		90,66%		0,00%
Média	58,47 %	35,06 %	15,59 %	10,72 %	3,01 %

Fonte: Elaborado pelo autor

APÊNDICE B – Resultados individuais dos processos de recuperação

Tabela 12 – Custos diretos em relação ao ativo inicial

Código do processo	Custas e despesas (arbitradas) (R\$)	Ativo inicial da devedora*	% sobre o Ativo inicial
R1	15.090,29	43.236.184,33	0,03%
R2	23.858,92	77.852,26	30,65%
R3	26.105,95	15.252.550,59	0,17%
R4	49.201,60	108.816.776,83	0,05%
R7	323.046,97	10.593.154,06	3,05%
R8	45.527,79	5.598.194,13	0,81%
R9	360.547,11	75.778.387,78	0,48%
R11	599.013,40	7.994.610,36	7,49%
R12	6.036,10	596.447,48	1,01%
R13	16.091,47	11.355.912,48	0,14%
R15	2.797,37	138.595,34	2,02%
R16	14.410,87	1.295.829,31	1,11%
R19	339.124,82	30.143.232,53	1,13%
R20	2.149.417,13	456.291,75	471,06%
R21	30.579,18	1.432.190,63	2,14%
R22	32.337,82	38.156.130,74	0,08%
R23	156.260,88	153.009.021,87	0,10%
R24	37.271,64	2.783.275,81	1,34%
R25	334.857,49	38.177.407,46	0,88%
R26	749.974,97	111.545.337,92	0,67%
R27	25.056,05	245.326,55	10,21%
Média	254.124,18	31.270.605,25	25,46%

*Ativo total do último Balanço Patrimonial apresentado pela empresa antes do processo de recuperação.

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: valores monetários ajustadas pela inflação tendo como índice de correção o IPCA (IBGE) mensal e como data base de atualização o dia 30.09.2013.

Tabela 13 – Tempo despendido nos processos de recuperação

Código do processo	Data do protocolo do pedido	Data da consulta aos autos	Data da convolação	Duração do processo (anos)
			da recuperação em falência	
R1	10/04/2012	04/04/2013		0,98
R2	01/08/2011	04/04/2013		1,68
R3	04/10/2006	09/04/2013		6,52
R4	09/03/2010	16/04/2013		3,11
R5	14/03/2011	06/05/2013		2,15
R6	24/09/2012	05/04/2013		0,53
R7	05/03/2012	12/04/2013		1,10
R8	06/10/2009	29/04/2013		3,56
R9	11/08/2008		03/12/2009	1,31
R10	17/12/2012	06/06/2013		0,47
R11	28/04/2010	26/03/13		2,91
R12	05/02/2009		20/04/2010	1,20
R13	21/08/2006	29/04/2013		6,69
R14	14/05/2007	19/02/13		5,78
R15	01/11/2006	26/02/13		6,33
R16	30/09/2005	17/07/2013		7,80
R17	29/01/2008	17/07/2014		6,47
R18	20/02/2009	17/07/2015		6,41
R19	19/12/2007	17/07/2016		8,58
R20	14/05/2007	18/07/2013		6,18
R21	13/01/2009	19/07/2013		4,52
R22	25/06/2008	19/07/2013		5,07
R23	21/05/2008	19/07/2013		5,16
R24	22/07/2005		29/06/2007	1,94
R25	31/10/2005	22/07/2013		7,73
R26	25/06/2009		18/01/2013	3,57
R27	30/05/2008	17/07/2013		5,13
R28	14/05/2007	18/07/2013		6,18
R29	30/12/2008	17/07/2013		4,55
Média				4,26

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 14 – Custos de oportunidade para a devedora

Custos Indiretos para os devedores	Frequência (%)
Reorganização operacional	12,00%
Redução de custos	40,00%
Mudança de endereço	4,00%
Venda de bens imóveis	8,00%
Venda de parte das quotas da empresa	4,00%
Fechamento de filiais	4,00%
Redução do quadro de funcionários	28,00%
Terceirização de serviços	4,00%
Retenção de depósitos por bancos	8,00%
Revisão de cargos e salários	4,00%
Dificuldade em obter crédito	16,00%
Exigência de pagamento à vista pelos fornecedores	20,00%
Venda de bens	16,00%

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 15 – Custos de oportunidade para os credores

Custos Indiretos para os credores	Frequência (%)
Período de carência mínima de 3 meses para início do pagamento das dívidas	68,00%
Parcelamento das dívidas por período mínimo de 12 meses	72,00%
Pagamento das dívidas com deságio entre 10% e 40%	16,00%
Pagamento das dívidas sem correção monetária	4,00%
Pagamento das dívidas sem acréscimo de juros	8,00%

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 16 – Taxa de recuperação dos credores em processos de recuperação (total)

Código do processo	Dívida total (R\$)	Pagamento total (R\$)	Taxa de recuperação dos credores - Total
R11	26.774.882,58	1.214.200,82	4,53%
R16	190.787,19	53.373,54	27,98%
R17	1.007.316,65	464.281,34	46,09%
R18	661.724,49	650.949,26	98,37%
R19	45.349.810,13	15.470.727,64	34,11%
R22	11.440.813,42	196.417,19	1,72%
R23	108.608.815,92	7.973.703,63	7,34%
R24	1.066.139,14	366.266,95	34,35%
R25	35.180.704,97	1.693.185,78	4,81%
R26	48.248.943,60	840.136,94	1,74%
R29	5.525.117,62	986.906,89	17,86%
Média	25.823.186,88	2.719.104,54	25,36%

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 17 – Taxa de recuperação dos credores em processos de recuperação (por classe)

Código do processo	Trabalhistas	Com garantia	Quirografários
R11		32,84%	3,32%
R16			27,98%
R17			46,09%
R18			98,37%
R24			34,35%
R25	28,61%		1,43%
Média	28,61%	32,84%	35,26%

Fonte: Elaborado pelo autor

APÊNDICE C – Tamanho das empresas dos processos de recuperação

Tabela 18 – Tamanho das empresas dos processos de recuperação

Código do processo	Ativo inicial da devedora (R\$)*
R1	43.236.184,33
R2	77.852,26
R3	15.252.550,59
R4	108.816.776,83
R7	10.593.154,06
R8	5.598.194,13
R9	75.778.387,78
R11	7.994.610,36
R12	596.447,48
R13	11.355.912,48
R15	138.595,34
R16	1.295.829,31
R19	30.143.232,53
R20	456.291,75
R21	1.432.190,63
R22	38.156.130,74
R23	153.009.021,87
R24	2.783.275,81
R25	38.177.407,46
R26	111.545.337,92
R27	245.326,55
Média	31.270.605,25

*Ativo total do último Balanço Patrimonial apresentado pela empresa antes do processo de recuperação.

Fonte: Elaborado pelo autor