

A NOVA LEI DE FALÊNCIAS BRASILEIRA E SEU PAPEL NO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CRÉDITO*

Aloisio Araujo

Da Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV e do Instituto Nacional de Matemática Pura e Aplicada

Bruno Funchal

Da Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV

O presente artigo procura estudar a nova Lei de Falências brasileira, seus efeitos sobre a economia e, principalmente, suas conseqüências no desenvolvimento do mercado de crédito. São examinados, através de um modelo teórico simples, os incentivos econômicos associados aos vários aspectos das leis de falências e a algumas características particulares da antiga lei brasileira. Depois dessa discussão teórica, é avaliado, empiricamente, o estágio pré-reforma da Lei de Falências brasileira comparando-a com diversas regiões do mundo. Como resultado, encontramos que a antiga Lei de Falências era extremamente ineficiente, até mesmo quando comparada com regiões de renda *per capita* mais baixa. Fazendo uso de modelos econométricos é possível verificar que tal ineficiência trazia severas conseqüências para o desenvolvimento do mercado de crédito nacional. Finalmente, analisando os principais aspectos da reforma da Lei de Falências brasileira, concluímos que as mudanças feitas no sistema legal poderão trazer um desenvolvimento significativo do mercado de crédito, expandindo o volume e diminuindo as taxas de juros cobradas às firmas, além de uma melhora na eficiência da economia.

1 INTRODUÇÃO

A legislação falimentar tem um papel fundamental para o bom funcionamento do ambiente de negócios e, conseqüentemente, da economia como um todo.

Firmas se endividam por diversas razões. Tal atitude possui uma característica peculiar que é a de saldar seus débitos utilizando ganhos futuros. Porém, sempre há a possibilidade do não-cumprimento da promessa de pagamento. A Lei de Falências atua de forma a especificar o que acontece se tais circunstâncias ocorrem.

Na ausência de tal lei, credores têm dois procedimentos legais à sua disposição: primeiro, para créditos segurados, os credores podem tomar os ativos da firma que servem de colateral para seus empréstimos; segundo, para créditos não-segurados, credores podem ir à Justiça pedir a venda dos ativos da firma a fim de reaverem seus direitos. Entretanto, esse procedimento gera problemas quando existem muitos credores e quando os ativos da firma devedora não cobrem suas obrigações contratuais. Nesse caso, cada credor, agindo de acordo com seu próprio interesse, tentará recuperar seus direitos o mais rápido possível. Essa corrida desordenada pode levar a um dismantelamento ineficiente dos ativos da firma, interrompendo o seu funcionamento e, provavelmente, forçando-a a fechar as portas, mesmo quando o melhor uso de seus ativos seria continuar operando.¹ Tal falta de

* Versão preliminar. Os autores agradecem à Faperj o apoio financeiro.

1. Webb (1991) apresenta esse problema como um caso clássico de dilema dos prisioneiros.

coordenação acaba por gerar uma perda de valor para todos os credores e, possivelmente, uma perda de bem-estar para a sociedade no caso de a firma ser economicamente eficiente. Dada essa situação, é de interesse coletivo que a disposição dos ativos da firma devedora seja feita de forma ordenada, via um procedimento de falência. Na literatura de bancarrota, Jackson (1986) foi o primeiro a alertar para esse tipo de problema, chamado de *common pool*.

Em um mundo sem imperfeições, não haveria a necessidade de uma lei de falências para resolver esse tipo de problema, que poderia ser solucionado via contratos, isto é, devedores especificariam, como parte do contrato de dívida, o que seria feito em caso de não-pagamento. Porém, escrever esse tipo de contratos é, de fato, muito complicado, uma vez que, com o passar do tempo, devedores adquirem novos credores e ativos, sendo, dessa forma, muito difícil especificar como o processo de divisão dos ativos deveria mudar em função de tais ajustes. Além disso, na prática, contratos como estes não são escritos. Portanto, a Lei de Falências também proporciona uma alternativa ao problema de incompletude contratual.

Em resumo, a Lei de Falências atua de forma a evitar problemas de incompletude contratual e de falta de coordenação entre credores em situações de não-pagamento da dívida por parte da firma.

Adicionalmente ao seu papel primário em evitar as situações citadas, um bom desenho dos procedimentos da legislação falimentar pode influenciar, de diferentes formas, o estabelecimento de um ambiente de negócios sadio. A teoria moderna de bancarrota vem relacionando os resultados do procedimento falimentar aos estágios iniciais da vida das firmas, onde estas procuram por crédito. De uma perspectiva de eficiência, uma lei de falências *ex post* eficiente é um sistema que procura maximizar o valor total da firma, e conseqüentemente o retorno que os credores deveriam receber em caso de insolvência. Passando para o estágio de tomada de empréstimos, um aumento nas expectativas de retorno, em caso de insolvência, faz com que um mercado de crédito competitivo reduza a quantia que os emprestadores demandariam das firmas solventes. Então, as taxas de juros caem à medida que a eficiência aplicável do sistema aumenta. Similarmente importante é a eficiência *ex ante* a ser atingida pela lei. Dessa perspectiva, o que importa não é apenas o valor total da firma, mas também a divisão desse valor entre os participantes do processo falimentar. Esse tipo de eficiência é capaz de produzir incentivos corretos sobre as decisões dos gerentes, tanto no período de vida inicial da firma quanto depois de esta começar a ter dificuldades financeiras. Para tanto, o procedimento de bancarrota deve penalizar os gerentes de forma adequada nos estados de falência.

Note-se que, sem qualquer conseqüência adversa aos gerentes, existe pouco incentivo para que estes trabalhem duro nos estágios iniciais da vida da firma de

modo a pagar suas dívidas. Esse incentivo tem importantes implicações no número de firmas com problemas financeiros, que é reduzido quando esse incentivo é corretamente provido. Adicionalmente, no período de vida em que as firmas apresentam problemas financeiros, os gerentes tendem a tomar dois tipos diferentes de decisões ineficientes: primeiramente, procuram investimentos excessivamente arriscados como meio de evitar a falência, já que em alguns estados da natureza o retorno é alto o suficiente para tirar a firma da dificuldade; segundo, procuram postergar o pedido de falência visando extrair o máximo possível de ganhos pecuniários. Um bom sistema de insolvência destina uma determinada porção do valor da firma em bancarrota para gerentes e acionistas, de forma a motivar ações eficientes em ambos os casos.

Percebe-se que todos os mecanismos citados contribuem para um maior retorno esperado aos credores – ou pelo aumento do retorno nos estados de insolvência ou pela diminuição da possibilidade de problemas financeiros –, o que acaba por reduzir o custo do capital na economia. Desse modo, uma reforma no sistema de insolvência que o torne mais *ex ante* e *ex post* eficiente tende a gerar uma expansão do mercado financeiro, devido à redução do custo do capital e das restrições de crédito, fomentando, então, o empreendedorismo através da formação de novas firmas e investimentos. Isso, por sua vez, impulsionaria o crescimento econômico, gerando mais empregos e reduzindo a pobreza.

A recente literatura empírica de *law and economics* reconhece a existência de uma forte ligação entre as características do sistema falimentar e o crescimento econômico, a distribuição de renda e a redução da pobreza.

La Porta et al. (1997, 1998) apontam que países com um sistema de bancarrota que proporciona uma forte proteção aos credores têm um mercado financeiro mais amplo e desenvolvido do que países onde o sistema legal oferece uma fraca proteção aos credores. Eles argumentam que melhores proteções legais proporcionam um retorno esperado maior em situações de bancarrota, permitindo que financiadores ofereçam empréstimos aos empreendedores em melhores condições. Mas note-se que essa relação é apenas uma consequência de primeira ordem. Existem também consequências significativas de segunda ordem, isto é, implicações originadas pelo desenvolvimento financeiro. King e Levine (1993) foram pioneiros em testar empiricamente o efeito sobre o crescimento. Utilizando diferentes medidas para desenvolvimento financeiro e indicadores de crescimento, os resultados apontam para uma relação forte e positiva entre os indicadores. Levine, Loayza e Beck (2000), tentando resolver um possível problema de viés de simultaneidade, indicam a existência de uma conexão forte entre o componente exógeno do desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, concluindo que a forte ligação que há entre desenvolvimento financeiro e crescimento não é devido ao viés de simultaneidade. Outra implicação de segunda ordem das características da legislação

falimentar se dá em relação à distribuição de renda e pobreza. Alguns autores analisam a relação entre desenvolvimento financeiro e distribuição de renda de forma não-linear. Greenwood e Jovanovic (1990) mostram que essa interação tem a forma de U invertido. Nos estágios iniciais de desenvolvimento financeiro, apenas alguns indivíduos (os mais ricos e bem relacionados) têm acesso ao mercado financeiro e maior retorno sobre seus projetos. Com o crescimento econômico gerado, mais pessoas conseguem entrar no mercado financeiro, com mais conseqüências positivas para o crescimento econômico. O efeito distribucional do desenvolvimento financeiro é, portanto, adverso para os pobres nos estágios iniciais, mas positivo depois de um certo ponto crítico. Usando regressões *cross-country*, um estudo recente de Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2004) examina como o nível de desenvolvimento financeiro influi na taxa de crescimento do coeficiente de Gini de desigualdade de renda, na taxa de crescimento da renda do quintil mais pobre da sociedade e na fração da população vivendo em pobreza. Os resultados indicam que há um efeito desproporcionalmente grande e positivo sobre os pobres, reduzindo a desigualdade de renda.

A grave crise econômica vivida pela América Latina no início dos anos 1980 serviu para alertar que muitos países da região precisavam reformar seus sistemas falimentares. Fazendo uso desse experimento natural, Bergoing et al. (2002) investigaram os motivos que diferenciaram as recuperações pós-crise vividas pelas economias mexicana e chilena. Um importante fator explicativo para tal fato referia-se à qualidade de suas legislações falimentares. O governo chileno realizou reformas administrativas no gerenciamento dos serviços de falência em 1978 e, adicionalmente, em 1982, a reforma da Lei de Falências definiu claramente os direitos de cada credor e substituiu administradores públicos por privados. A antiga lei não proporcionava uma administração eficiente e dinâmica, uma vez que os administradores públicos eram mal pagos e o processo altamente burocrático. Diferentemente, no México ainda vigorava uma lei de falências obsoleta e de difícil uso, feita em 1943, que provava ser insuficiente em responder efetivamente aos problemas gerados pela crise econômica, sendo substituída apenas em 2000. Os autores concluem que apesar das muitas semelhanças nas condições iniciais das duas economias – como apreciação da taxa de câmbio real, grandes déficits em conta corrente, inflação e fragilidade do setor bancário –, a reforma nos procedimentos de bancarrota feita pelo Chile teve efeito tanto no incentivo à acumulação de capital quanto na eficiência alocativa do capital. Ambos os efeitos são cruciais para explicar que a diferença nas trajetórias de recuperação ocorreu principalmente devido à reforma na Lei de Falências chilena.

O antigo regime de insolvência brasileiro (de 1945) não se fazia mais compatível com a dinâmica econômica atual, tampouco atendia os anseios inerentes a uma legislação falimentar moderna. Entretanto, vários fatores de complicação são

intrínsecos à reforma da Lei de Falências. Além da dificuldade natural do processo político, não há convergência de opiniões na literatura econômica sobre o procedimento falimentar ótimo, especialmente no que concerne à conveniência ou não de violação das regras de prioridade absoluta² (RPA). A violação das RPAs ocorre quando a ordem especificada pela Lei de Falências não é seguida,³ destinando uma porção do valor da firma aos acionistas (que têm a prioridade mais baixa), mesmo quando demandas de maior prioridade – geralmente dos credores segurados – não são pagas integralmente.

Apesar de grande parte da pesquisa inicial sobre o procedimento de bancarrota ter assumido que seguir as RPAs seria a divisão ótima do valor da firma, como no método dos leilões de Baird (1986), no *options approach* de Bebchuck (1988, 2000) ou até mesmo pela combinação de ambos como em Aghion, Hart e Moore (1992) e Hart et al. (1997), uma ampla investigação a respeito das violações da RPA tem sido feita, ressaltando que efeitos *ex ante* de desvios da RPA são na verdade benéficos. Em particular, essa linha de pesquisa tem mostrado que desvios da RPA encorajam *ex ante* investimentos desejáveis em capital humano específico à firma, como em Berkovitch, Israel e Zender (1997); facilitam a transferência de informação aos credores, melhorando o tempo de decisão em decretar insolvência, para liquidar, ou se recapitalizar, como em Povel (1999) e Berkovitch e Israel (1999); desencorajam a tomada de risco excessivo pelas firmas que estão com problemas financeiros, como em Eberhart e Senbet (1993). Em direção contrária, Bebchuck (2002) argumenta que desvios da RPA também promovem efeitos negativos nas decisões dos acionistas na etapa inicial de vida da firma. Tais desvios provocariam um efeito adverso nas decisões de gerenciamento feitas antes de a firma estar em dificuldades financeiras. A presença de desvios da RPA agravaria o problema de azar-moral, mas o efeito final de tais desvios ainda é inconclusivo.

Apesar dessa divergência, é possível descrever os aspectos econômicos e *trade-offs* inerentes às características da Lei de Falências. Por meio de um modelo teórico simples será analisado de que forma algumas características da antiga lei afetavam o mercado de crédito brasileiro e a produtividade da economia, além dos efeitos

2. A regra de prioridade absoluta especifica as demandas a serem pagas em sua totalidade de acordo com a seguinte ordem: primeiro, despesas administrativas do processo de falência; segundo, demandas de caráter estatutário como impostos, salários e benefícios; terceiro, demanda dos credores não-segurados, incluindo fornecedores. Acionistas recebem o resíduo, se existir. Geralmente, credores segurados ficam de fora dessa ordem de prioridade, uma vez que já acordaram com a firma o direito a um determinado ativo (ou ao seu valor correspondente) em caso de não-pagamento da dívida. Portanto, credores segurados devem receber um retorno em bancarrota, mesmo quando todos os demais credores nada receberem. Porém, é válido ressaltar que as RPAs podem variar de acordo com a lei de cada país. Países mantêm, em sua maioria, a prioridade contratual dos credores segurados, porém existem alguns que priorizam outras demandas, como salários atrasados e/ou impostos, e/ou créditos extraconcursais. No caso brasileiro, por exemplo, a antiga lei dava preferência aos direitos trabalhistas e fiscais, vindo posteriormente os credores segurados e não-segurados.

3. As RPAs são facilmente seguidas no processo de liquidação da firma, uma vez que o dinheiro recebido pela venda de seus ativos é simplesmente distribuído de acordo com as prioridades definidas pela lei. Normalmente, é no processo de reorganização que a violação das RPAs ocorre.

potenciais de sua reforma. Algumas mudanças da Lei de Falências tendem a afetar as firmas de forma significativa, desde o ponto de vista do custo do capital e de suas escolhas de investimento, passando pelas escolhas dos gerentes antes e depois de a firma entrar em processo de insolvência, até suas conseqüências no processo de bancarrota em si.

Independentemente da divergência sobre o procedimento ótimo, existem consensos em certos pontos relacionados à Lei de Falências, como algumas características de um processo eficiente de bancarrota e a importância da proteção ao credor em caso de falência. Dessa forma, para avaliarmos a qualidade da antiga Lei de Falências brasileira, focaremos nesses dois pontos. Ao fazer uma análise comparativa, percebe-se que o antigo processo falimentar brasileiro era extremamente ineficiente, além de prover um baixo nível de proteção ao credor.

Utilizando-se regressões *cross-country* de mínimos quadrados pode-se notar que ambas as variáveis produzem efeitos positivos e significativos no desenvolvimento do mercado de crédito. Porém regressões de mínimos quadrados supõem que o efeito é igual para todos os países. Visando tratar esse problema, utilizamos regressões quantílicas para estimar o efeito específico ao caso brasileiro. Os resultados mostram que, dada a atual situação do mercado de crédito brasileiro, os efeitos tendem a ser maiores que a média.

Observa-se que, desde a década passada, muitos países latino-americanos, assim como o Brasil, vêm passando por uma onda de reformas, melhorando seus sistemas de insolvência e que muitos outros países da região estão começando a seguir esse mesmo caminho. A reforma brasileira que começou a ser discutida em 1993 foi finalmente concretizada em 2005. Utilizando resultados teóricos e empíricos, obtidos ao longo do texto, é possível concluir que as principais mudanças trazidas pela reforma brasileira terão efeitos significativos, tanto no que diz respeito ao desenvolvimento do mercado de crédito quanto na eficiência geral da economia.

O restante deste trabalho está organizado da seguinte maneira: a seção 2 desenvolve um modelo simples, que procura capturar os efeitos econômicos e *trade-offs* envolvidos na Lei de Falências, explicando como mudanças na lei podem impactar nas escolhas das firmas e no mercado de crédito. Então, utilizando dados do Banco Mundial (2003, 2004) e do Fundo Monetário Internacional (FMI), a seção 3 analisa a qualidade da antiga Lei de Falências brasileira, comparando-a com outros grupos de países. Adicionalmente, testam-se empiricamente, empregando regressões quantílicas e de mínimos quadrados, os efeitos provenientes da qualidade da legislação falimentar. A seção 4 apresenta as mudanças trazidas pela reforma da Lei de Falências e suas conseqüências potenciais. Finalmente, a seção 5 conclui o artigo.

2 LEI DE FALÊNCIAS E SEUS ASPECTOS ECONÔMICOS

A maioria dos países possui dois processos distintos de bancarrota, um para a liquidação dos ativos da firma e outro para a reorganização da firma com problemas financeiros.

O processo de liquidação é muito similar entre os países mais desenvolvidos. Quando uma firma decreta bancarrota para ser liquidada, a corte especializada em falência indica um administrador que se encarrega de fechar a firma e vender seus ativos. Esse processo de venda pode ser feito de diferentes formas: venda da firma como um todo; de suas unidades produtivas; ou em pequenas partes, peça a peça, dependendo da demanda e de qual dessas alternativas maximiza o valor dos ativos da firma. A regra de prioridade absoluta determina como o resultado da venda é dividido entre os interessados, especificando qual demanda é paga em sua totalidade, de acordo com a ordem definida pela lei de cada país. A maioria dos países desenvolvidos dá prioridade aos credores segurados, mantendo seus direitos contratuais intactos. O Brasil, diferentemente, através de sua antiga Lei de Falências dava prioridade às demandas trabalhistas e fiscais em primeiro lugar, seguido dos credores segurados e não-segurados, respectivamente.

Entretanto, quando o mercado de capitais não funciona com perfeição, o que é muito comum nos países em desenvolvimento, os melhores gerentes podem não ser capazes de obter a quantia necessária para comprar a firma como um todo. Nesse caso, a firma pode ser desmantelada ineficientemente, tendo seus ativos vendidos a preços muito baixos. Desse modo, a reorganização proporciona uma boa alternativa para países que tenham problemas em seus mercados de capitais. Uma explicação adicional para a perda de valor em liquidação foi dada pelo estudo de Shleifer e Vishny (1992), que dizia que, quando uma firma em dificuldades financeiras necessita vender seus ativos, a indústria à qual ela pertence está igualmente passando pelos mesmos problemas, o que faz a venda dos ativos ser feita a preços abaixo do valor de seu melhor uso. Então, também em casos em que os ativos são específicos à indústria e a correlação dos retornos entre as firmas do mesmo setor é grande, a reorganização irá possivelmente maximizar o retorno em caso de insolvência.

Uma solução alternativa ao processo de liquidação, especialmente para firmas economicamente viáveis⁴ que estão com dificuldades financeiras,⁵ é o processo de reorganização, em que não ocorre a venda dos ativos da firma. Existem diferentes procedimentos de reorganização que variam de país para país. Alguns deles (como Alemanha, França e Inglaterra) preferem dar o controle do processo exclusivamente

4. Firmas que têm como o melhor uso de seus ativos o uso corrente.

5. Uma firma está com dificuldades financeiras (ou é insolvente) quando o valor de seus débitos excede o valor total de seus ativos.

a um oficial do Estado, que toma a decisão inicial entre liquidar ou manter a firma em operação enquanto o plano de reorganização é formulado. Outros países escolhem supervisionar o gerente com um administrador independente e imparcial, que assume o poder em caso de incompetência, negligência, má conduta ou fraude por parte do gerente. Finalmente, existem países (como os Estados Unidos) dando aos gerentes o direito de escolher entre liquidar ou reorganizar, assim como o poder exclusivo de propor o plano de reorganização.

Uma vez que o processo de reorganização é escolhido em detrimento da liquidação, há um conflito entre o interesse dos credores segurados sobre seu colateral contra o objetivo de reorganização da firma. Para que a reorganização seja bem-sucedida, a firma precisa manter as máquinas que são cruciais a suas operações, mas os credores segurados freqüentemente desejam manter suas demandas por esses ativos. Em alguns países (como Estados Unidos e França) esse conflito é resolvido a favor da firma aplicando o que se chama de *automatic stay*, isto é, não permite a tomada dos ativos pelos credores segurados por um certo período, deixando o processo de reorganização mais atraente. Esse tipo de proteção às firmas varia entre os países, onde alguns deles, como por exemplo Inglaterra e Alemanha, preferem não aplicá-lo, enfraquecendo ou até mesmo eliminando a possibilidade de reorganização.

O passo seguinte é determinar o plano de reorganização que, além de especificar as medidas para a reabilitação da firma, também deve definir quanto cada credor irá receber em dinheiro ou em partes da nova firma. Uma certa maioria dos credores é necessária para que o plano seja aprovado. Normalmente, o processo de reorganização permite que credores e gerente (junto com os acionistas) barganhem sobre a distribuição do valor que excede o valor da firma em liquidação, adotando o plano proposto em caso de acordo, e liquidando a firma caso contrário.

A lei deixa a divisão do valor da firma reorganizada por conta do processo de barganha entre as classes de participantes. Cada classe de acionistas e credores, que têm interesses desalinhados, deve votar a fim de aprovar o plano de reorganização, que deve conter a divisão do valor. O resultado da barganha normalmente diverge dos direitos contratuais das classes. Vale notar que as violações das RPAs geralmente acontecem no processo de reorganização.

2.1 A antiga lei de falências brasileira

A antiga legislação falimentar brasileira era fragmentada em demasia. O seu núcleo foi aprovado em 1945 e regulava tanto os procedimentos de liquidação (falência), quanto a reorganização (concordata) das firmas comerciais. Empresas estatais e companhias de capital público-privado ficariam excluídas desse procedimento de bancarrota até 31 de outubro de 2001, quando uma modificação permitiu a bancarrota das companhias de capital misto.

Apesar de prover ambos os procedimentos e de desejar prevenir ou evitar a liquidação das firmas, na prática o antigo processo de insolvência provou ser inoperante, tanto no que diz respeito à maximização do valor dos ativos quanto na proteção dos direitos dos credores em caso de liquidação. Além disso, demonstrou ser falho em reabilitar empresas economicamente viáveis que estariam passando por dificuldades financeiras, uma vez que a concordata apenas dilatava (em até dois anos) o prazo de pagamento de dívidas sem garantia real, não abrangendo as dívidas colateralizadas.

No Brasil, o processo de insolvência é muito demorado, levando em média dez anos para ter todo o procedimento concluído, sendo o mais lento do mundo, muito maior do que a média da América Latina⁶ (ver gráfico 1).⁷

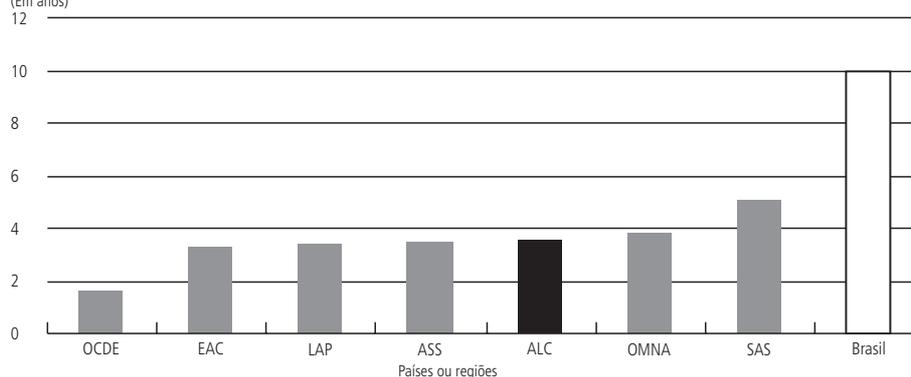
A liquidação é marcada por severas ineficiências e o processo de reorganização é obsoleto e excessivamente rígido, eliminando a possibilidade de prover uma opção de reabilitação significativa para os negócios modernos.

A falta de transparência e o até então chamado “problema da sucessão”, isto é, a transferência de obrigações, como fiscais e trabalhistas, aos compradores da propriedade vendida em liquidação, deterioravam o valor de mercado dos ativos de uma firma insolvente. Ademais, a preferência dada pela Lei de Falências às demandas trabalhistas e fiscais tinham efeito prático na eliminação de qualquer proteção a outros tipos de credores. Algumas características intrínsecas à economia e à estrutura legal brasileira contribuíram para esse *ranking* de prioridades. O interesse pela arrecadação de impostos e a falta de um sistema de seguro-desem-

GRÁFICO 1

Tempo médio gasto no procedimento de insolvência por país ou região

(Em anos)



6. Dados provenientes do *Closing Business* (BANCO MUNDIAL, 2004a).

7. Grupos de países: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), América Latina e Caribe (ALC), Oriente Médio e Norte da África (OMNA), Europa e Ásia Central (EAC), Leste Asiático e Pacífico (LAP), Sul Asiático (SAS) e África Subsaariana (ASS).

prego (na época da criação da antiga lei) são os dois principais fatores explicativos. O primeiro, que significava mais uma fonte de receita para o governo federal – interessante para governos com altos gastos públicos – contribuiu para o ordenamento das prioridades, colocando dívidas tributárias na frente dos credores com garantia real. Porém, tal desenho acabou por gerar severas ineficiências. Credores tendem a reduzir ainda mais o crédito para firmas que apresentam algum sinal de dificuldades financeiras, dado que a taxa de recuperação da dívida é muito baixa. Tais firmas tendem, então, a se financiar com o atraso no pagamento dos impostos, e como estes têm prioridade sobre os credores, o aumento da dívida fiscal os assusta ainda mais e assim por diante, colapsando o crédito para muitas firmas com problemas financeiros e conseqüentemente dificultando sua sobrevivência. Além disso, devido à baixa expectativa de recuperação da dívida por parte dos credores, as taxas cobradas pelos empréstimos às firmas que estão começando negócios tendem a ser mais caras, de forma a incorporar tal prêmio de risco. O segundo ponto mencionado indica o porquê de as dívidas trabalhistas serem prioritárias em caso de falência. A falta de um sistema de seguro-desemprego deixava o trabalhador em péssimas condições de sobrevivência em caso de perda do emprego, principalmente se ele nada recebesse. Porém, a prioridade ilimitada dada às dívidas trabalhistas pela antiga lei abria espaço para possibilidades de fraudes por parte dos donos, gerentes e diretores da firma que criavam mecanismos de forma a receber como trabalhadores grandes somas – através de parentes ou amigos –, prejudicando o recebimento dos próprios empregados e dos credores com prioridades subseqüentes. Com isso, a taxa de recuperação da dívida, por parte dos credores segurados, era próxima de 0, o que gerava dois graves problemas: primeiro, reduzia o incentivo ao monitoramento do processo de falência, tornando-o menos eficiente e suscetível a fraudes; segundo, aumentava o custo do empréstimo para as firmas.

As dificuldades intrínsecas ao procedimento de falência e de concordata geravam um uso informal do sistema, promovendo acordos consensuais extrajudiciais. Porém, a falta de um suporte legal a essas negociações atrapalhavam esse tipo de acordo.

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

F1) direito dos credores é fracamente protegido devido, principalmente, à preferência dada aos direitos trabalhistas e fiscais;

F2) incentivos distorcidos e falta de mecanismos efetivos para apoiar a reestruturação corporativa, resultando em altas taxas de fechamento de firmas potencialmente viáveis;

F3) problema da sucessão reduzia o valor da firma falida; e

F4) alto custo e tempo excessivo gasto no fechamento de firmas economicamente inviáveis.

Em 1993, o Brasil iniciou os esforços em aprimorar sua legislação de insolvência corporativa. Desde então, o projeto original sofreu uma série de emendas até a Câmara dos Deputados aprovar sua última versão, em outubro de 2003. O projeto foi para o Senado, que produziu algumas melhoras no conteúdo da nova lei, sendo aprovado em julho de 2004. Em dezembro de 2004, o projeto modificado foi aprovado pela Câmara dos Deputados, entrando em vigor em junho de 2005.

O restante desta seção será dividida em três partes distintas, onde trataremos dos efeitos das leis de falências nos períodos pré-problemas financeiros; pós-problemas financeiros e pré-bancarrota; e finalmente pós-bancarrota.

2.2 Efeitos da lei de falências no período pré-problemas financeiros

A importância de uma boa legislação falimentar não está presente apenas quando a firma decreta insolvência, ela também exerce forte influência no custo do capital, nos investimentos e nos incentivos aos gerentes que são tão importantes quanto os efeitos *ex post* bancarrota. A relação entre as características do sistema falimentar e seus efeitos *ex ante* pode ser explorada através de um simples modelo, que será descrito a seguir. Suponha que:

- 1) A firma devedora é dirigida pelo gerente/dono.
- 2) Os credores não monitoram perfeitamente as ações do gerente depois que o empréstimo é feito.
- 3) Mercado de capitais competitivo.
- 4) Credores podem prever a média de seus retornos em caso de bancarrota.
- 5) Credores e firmas são neutros ao risco.

A hipótese (1) é feita porque o assunto que queremos tratar não se refere aos problemas de governança corporativa. A hipótese (2) capta os problemas de assimetria de informação entre a firma e seus credores. A hipótese (3) é realista. A (4) quer dizer que credores profissionais têm considerável experiência com bancarrota, e a (5) é mais precisa quando aplicada a bancos e firmas que a indivíduos.

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

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

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

Uma vez que o mercado de crédito é competitivo, F é a maior soma que os credores podem demandar a fim de financiar o projeto. É assumido que a taxa de juros livre de risco é igual a 0 (simplificando o problema), então a taxa de juros para a firma tomadora de empréstimo é função do risco do projeto e das propriedades do procedimento falimentar que está em vigor.

2.2.1 Investimento

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

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

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

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

Proposição 1: Uma expectativa de retorno maior (menor) em estados de insolvência reduz (aumenta) a taxa de juros cobrada pelos credores

O sistema falimentar afeta ambos os elementos que compõem o retorno em caso de insolvência (v e c). Um procedimento mais ágil e menos custoso faz a

variável c diminuir, proporcionando ganhos *ex ante*. Além disso, o retorno é afetado pela escolha do procedimento adequado (liquidação ou reorganização). Se o retorno em caso de reorganização é maior (menor) do que em liquidação ($v_R > (<) v_L$), a firma deveria ser reorganizada (liquidada). Com isso, o retorno dos credores nos estados de insolvência é maior em um sistema que visa liquidar firmas economicamente ineficientes e salvar firmas economicamente eficientes, do que em um sistema que procura salvar ou liquidar todas as firmas.

Observe que as características F2, F3 e F4 da antiga lei brasileira atuavam exatamente nessa dimensão. F3, que é uma característica peculiar do processo brasileiro, reduzia o valor da firma em liquidação (v) devido aos custos implícitos das transferências de obrigações para os novos donos; F2 contribuía para fechar negócios economicamente viáveis, em vez de reorganizá-los, gerando um retorno de bancarrota menor do que o possível ($v_L < v_R$); e F4 traduz-se em um custo do procedimento (c) extremamente alto. Como conseqüência, de acordo com a proposição 1, a quantia requerida pelos credores (F) nos estados de solvências seria extremamente alta, assim como as taxas de juros r cobradas às firma.

Obviamente, F e portanto r também irão aumentar se os credores recebem apenas uma fração do retorno $v_{ins} - c$ nos estados de insolvência. Duas características da Lei de Falências podem afetar o retorno dessa maneira. Primeiro, violações das RPAs que ocorrem de forma natural no processo de reorganização (através do processo de barganha); e segundo, pela preferência dada pela legislação falimentar a outras demandas, como por exemplo as trabalhistas e fiscais, sobre os credores colateralizados.

Suponha-se que l seja o valor das demandas que têm preferência sobre os credores em caso de falência ou a quantia obtida pelos acionistas/gerentes através da violação das RPAs, então:

$$I = p_{solv} F^l + (1 - p_{solv}) \max[v_{ins} - c - l, 0]$$

Definindo-se $[v_{ins} - c - l]^+ = \max [v_{ins} - c - l, 0]$, temos:

$$F^l = \frac{I - (1 - p_{solv}) [v_{ins} - c - l]^+}{p_{solv}}$$

Note-se que o retorno dos credores pode cair a 0 nessa situação, aumentando significativamente o custo do capital.

Proposição 2: Violações das RPAs e a não-prioridade dos credores aumentam as taxas de juros cobrada pelos credores

Note-se que a característica F1 da antiga lei brasileira também contribuía para aumentar o custo do capital no Brasil. Então, além da deficiência do processo em gerar um retorno considerável em estados de bancarrota, parte dele era direcionada primeiramente para outros fins, diferentes do pagamento aos credores, reduzindo ainda mais seu retorno em caso de falência e aumentando as taxas de juros cobradas às firmas.

Um importante objetivo da Lei de Falências deveria ser o de maximizar o conjunto de opções de projetos financiáveis. Um reduzido custo de capital é fundamental para esse objetivo.

A sociedade procura projetos de valor esperado positivo. Denotando W como bem-estar social, uma firma deveria empreender-se num projeto que cria valor, isto é:

$$W = p_{solv} v_{solv} + (1 - p_{solv})[v_{ins} - c] - I \geq 0$$

$$W = p_{solv} E_{solv}(v) + (1 - p_{solv})E_{ins}(v - c) - I \geq 0$$

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

$$E_{solv}(v) = \frac{I - (1 - p_{solv})E_{ins}(v - c)}{p_{solv}} \quad (2)$$

lembrando que $F = \frac{I - (1 - p_{solv})E_{ins}(v - c)}{p_{solv}}$ é idêntico ao lado direito de $E_{solv}(v)$.

Como (1) resolve para o mínimo pagamento que a firma deve fazer para obter financiamento, e (2) para retorno esperado condicional mínimo socialmente aceito, então seria socialmente eficiente que as firmas realizassem todos os projetos criadores de valor ($W \geq 0$) que os credores desejassem financiar.

Mas note-se que, se há violações de RPAs ou se os credores não têm prioridade, F deverá ser maior, e nesse caso a igualdade não é mais válida, com alguns

projetos socialmente eficientes não sendo financiados. Então, nesse caso, $F^l > F = \frac{I - (1 - p_{solv})E_{ins}(v-c)}{p_{solv}}$. Logo $F^l > E_{solv}(v)$, ou seja, em ambos os estados

os devedores não receberiam retorno algum e não teriam condições de pagar os credores integralmente (isto é, não há estado de solvência), portanto, tal projeto nunca será escolhido. Agora, os projetos a serem escolhidos são aqueles que possuem

um retorno mínimo em solvência igual a $F^l = E_{solv}(v) = \frac{I - (1 - p_{solv})E_{ins}(v-c)}{p_{solv}}$.

Dessa forma, todos os projetos que produzem um retorno esperado condicional ao estado de solvência $E_{solv}(v) \in [E_{solv}(v), E_{solv}(v)]$, apesar de serem socialmente eficientes, não serão mais financiados.

Proposição 3: Violações de RPAs e a não-prioridade dos credores fazem com que exista um conjunto socialmente eficiente de projetos não sendo financiados.

Novamente a característica F1, da antiga Lei de Falências brasileira, contribuía de forma negativa, reduzindo o conjunto de projetos socialmente eficientes financiados pelos credores e, conseqüentemente, o montante de investimentos na economia.

2.2.2 O problema de azar-moral

Agora vamos introduzir o problema de assimetria de informação que se refere ao nível de esforço que as firmas financiadas com dívida escolhem quando estão trabalhando em seus projetos. Como a variável de esforço não é observável pelos credores, é difícil saber se a firma tomadora do empréstimo escolhe o nível de esforço ótimo. Até agora temos implicitamente assumido que a probabilidade de sucesso da firma, p_{solv} , fosse exógena e, portanto, independente do que a firma fez. Sendo mais realista, quando consideramos esforço nesse problema admitimos que a probabilidade de sucesso aumenta com o nível de esforço aplicado pela firma. Mais precisamente, assumimos que $p_{solv}(e)$ é diferenciável, estritamente crescente e côncava na variável esforço de e , onde $\lim_{e \rightarrow 0} p'_{solv}(e) = \infty$, significa que é eficiente para a firma escolher um nível de esforço positivo e que $p_{solv}(\infty) < 1$, de tal forma que o estado de insolvência é sempre possível.

O nível de esforço, apesar de aumentar a probabilidade de sucesso da firma, é custoso para o gerente.

Da perspectiva do gerente temos:

$$\max_e p_{solv}(e)(v_{solv} - F) + (1 - p_{solv}(e))(0) - e$$

$$p'_{solv}(e) = \frac{1}{v_{solv} - F}$$

A firma exerce esforço até o ponto em que seu ganho privado marginal se iguala a seu custo marginal. Consideremos, por exemplo, a característica da antiga lei brasileira (F1) que prioriza as demandas trabalhistas e fiscais em detrimento das demandas dos credores. Como foi visto anteriormente, tal propriedade diminui o ganho do credor nos estados de insolvência, aumentando o pagamento nos estados

de solvência ($F^l > F$). Isso implica que $p'_{solv}(e^l) = \frac{1}{v_{solv} - F^l} > \frac{1}{v_{solv} - F} = p'_{solv}(e)$ e, portanto, $e^l < e$ gerando um subinvestimento na escolha do gerente sobre o esforço exercido. Intuitivamente, quando os valores recebidos em ambos os estados se aproximam, o incentivo à busca da melhor realização (solvência) diminui, aumentando o problema de azar-moral.

Portanto, a antiga Lei de Falências brasileira (F1) incentivava o subinvestimento em esforço do gerente, o que reduzia as chances de sucesso das firmas existentes (pois $\downarrow p_{solv}(e)$) e aumentava a proporção de firmas com problemas financeiros ($\uparrow (1 - p_{solv}(e))N$, onde N é o número de firmas na economia).

Outra situação a ser considerada em um sistema de insolvência é a violação das RPAs. Como vimos anteriormente, a quantia a ser paga pelos devedores em caso de solvência aumenta $F^l > F$ (pela proposição 2), pois os credores teriam de dividir seus ganhos com o gerente, digamos uma quantia l , nos estados de insolvência. Pelo

problema do gerente, isso implica que $p'_{solv}(e^*) = \frac{1}{v_{solv} - F^l - l} > \frac{1}{v_{solv} - F} = p'_{solv}(e)$, e $e^* < e$, também gerando um subinvestimento no nível de esforço escolhido pelo gerente. Intuitivamente, quando os gerentes obtêm um retorno no estado de insolvência, eles têm menos incentivo em evitá-lo, aumentando o problema de azar-moral.

Proposição 4: Violações de RPAs e a não-prioridade dos credores geram um subinvestimento em esforço por parte da firma endividada

Portanto, para dados v e c , o esforço ótimo escolhido pelo gerente ocorre quando não há violação das RPAs, e quando é dada preferência aos credores em caso de insolvência.

O subinvestimento em esforço também exacerba o problema de financiamento de projetos descrito anteriormente. Menos esforço faz com que a probabilidade de sucesso decline, aumentando o custo do capital e o retorno esperado condicional mínimo ($E_{solv}(v)$), diminuindo o conjunto de projetos socialmente viáveis.

2.3 Efeitos da lei de falências no período pós-problemas financeiros e pré-bancarrota

Agora suponha que as firmas estão passando por problemas financeiros, mas ainda sem declarar bancarrota. Nesse caso, os gerentes dessas firmas podem incorrer em dois tipos de problemas: apostas em investimentos de risco na tentativa de evitar a falência e atraso em decretar bancarrota.

2.3.1 Problema de apostas em investimentos de risco

Isso se refere ao fato de que gerentes de firmas com problemas financeiros têm incentivos a investir em projetos com risco excessivo, como meio para evitar a falência. Se o investimento de risco for bem-sucedido, seus altos retornos possibilitam que a firma evite a falência, ao menos temporariamente; caso o sucesso não aconteça, a firma vai à bancarrota, mas os gerentes não estarão piores do que estariam se não tivessem feito esse investimento, já que não podem ganhar menos do que 0, que é o que obteriam em caso de bancarrota. Acionistas também são a favor dos investimentos de risco em tal situação, uma vez que as ações valerão 0 caso a falência ocorra. As perdas do investimento de risco vão integralmente para os credores em forma de menores retornos nos estados de bancarrota, com o mesmo retorno nos estados de solvência.

Consideremos agora um modelo multiperíodo,⁸ que segue as mesmas hipóteses do modelo usado na seção anterior. No período $t = 0$ a firma toma emprestado $I > 0$, e tem de pagar F ($F = I(1 + r)$) nos estados de solvência. Em $t = 1$ a firma começa a ter dificuldades financeiras, mas ainda possui uma quantia $Z > 0$ ($Z < F$) que o gerente irá utilizar escolhendo entre dois projetos distintos: um arriscado e outro livre de risco. Finalmente, em $t = 2$, o resultado v produzido pelo investimento é realizado e dividido entre acionistas e credores.

Se o gerente da firma escolhe o projeto livre de risco, então o resultado da produção v será igual a Z , onde $Z < F = I(1 + r)$. Por outro lado, se eles escolhem o projeto arriscado, então o resultado final v será γR onde R é o retorno esperado, positivo, e γ uma variável aleatória com valor esperado igual a 1. Seja γ distribuído discretamente no intervalo $[0, \bar{\gamma}]$, onde $\bar{\gamma} > 1$. Em $t = 1$ os acionistas observam R e o intervalo, mas o valor da variável aleatória γ só é realizado em $t = 2$.

É assumido que, dada a informação disponível em $t = 0$, as partes conhecem Z mas apenas a distribuição de γR em $[0, \bar{\gamma}R]$. O projeto arriscado pode oferecer um retorno esperado maior ou menor que o projeto sem risco. O problema de azar-moral ocorre quando os gerentes escolhem o projeto arriscado, mesmo quando $R < Z$.

8. O modelo é baseado em Bebchuck (2002).

Assumindo-se a validade das RPAs,⁹ e que o custo de bancarrota é 0 ($c = 0$), se a firma estiver solvente os acionistas receberão $v - F$ e os credores F . Caso contrário, se a firma estiver insolvente, acionistas não receberão nada (já que $v < F$) e credores receberão v . Portanto, o retorno dos acionistas é $\max [v - F, 0]$ e credores, $\min [F, v]$.

Vejam agora como os gerentes decidem entre os projetos em $t = 1$. Uma vez que eles observam R e sua distribuição, irão escolher o projeto arriscado se e somente se:

$$E_{\gamma} \max[\gamma R - I(1+r), 0] \geq \max[Z - I(1+r), 0] \quad (3)$$

Seja R_{AP} o menor valor não-negativo de R que faz o lado direito igual ao lado esquerdo em (3). Os acionistas irão escolher o projeto arriscado se e somente se $R \geq R_{AP}$.

Se existir algum projeto arriscado com valor esperado igual a $R \leq Z$ que faça com que, em algum estado da natureza, a firma saia da situação de insolvência ($\gamma R > I(1+r)$), então esse projeto fará o lado esquerdo de (3) ser estritamente maior do que o lado direito, e portanto tal projeto será preferido pelo gerente em detrimento do projeto não arriscado.¹⁰ Isso ocorre porque, uma vez que estamos trabalhando com escolhas feitas após a firma entrar em situação de insolvência, temos $Z < I(1+r)$ e $\max [Z - I(1+r), 0] = 0$ como retorno aos acionistas para o projeto sem risco, então, por construção, $R_{AP} = 0$. Segue que, para qualquer r dado, $R_{AP} < Z$ (pois $R_{AP} = 0$ e $Z > 0$). Essa desigualdade diz que gerentes podem escolher o projeto arriscado mesmo se $R < Z$, desde que satisfaça $R > 0$ e $\gamma R > I(1+r)$ em algum estado da natureza.

Dessa forma, os gerentes (e acionistas) poderão escolher projetos arriscados ineficientemente, pois têm mais a ganhar em um resultado favorável do projeto arriscado do que a perder em caso de um resultado desfavorável.

Proposição 5: Se uma firma está em dificuldades financeiras e o sistema de bancarrota segue a RPA, então os gerentes tenderão a escolher projetos arriscados mesmo se produzirem custos econômicos ($Z - R > 0$)

Agora suponha que há a disponibilidade do processo de reorganização e, por consequência, possibilidades de desvios das RPAs. Nesse caso, acionistas irão receber

9. Depois trataremos o caso de violações das RPAs.

10. Para $R > Z$, isso também é válido, só que não é um caso interessante, pois ambos – credores e gerentes – iriam preferi-lo, não existindo problemas de azar-moral.

alguma quantia, independentemente de quão pequeno é v . Se a firma está em dificuldades financeiras ($Z < I(1+r)$) acionistas poderão obter αv (onde $\alpha > 0$). Além disso, usando ou pelo menos ameaçando usar o processo de reorganização, acionistas serão capazes de conseguir mais do que seu direito contratual se a firma está suficientemente perto do estado de insolvência, isto é, se v excede $I(1+r)$ por apenas um pequeno valor.¹¹ Por simplicidade, será assumido que os acionistas poderão sempre obter ao menos αv , até mesmo se seu direito contratual $v - I(1+r)$ for menor que isso. Por outro lado, credores não serão pagos integralmente a menos que $(1-\alpha)v > I(1-r)$. Portanto, se violações das RPAs são permitidas, acionistas receberão $\max[v - I(1+r), \alpha v]$ e credores receberão $\min[I(1+r), (1-\alpha)v]$.

Vejamos agora como os gerentes decidem entre os projetos em $t = 1$. Eles escolherão o projeto arriscado se e somente se:

$$E_\gamma = \max[\gamma R - I(1+r), \alpha \gamma R] \geq \max[Z - I(1+r), \alpha Z] \quad (4)$$

Seja R_{VAP} o valor de R que faz o lado esquerdo e direito de (4) iguais. Acionistas escolherão o projeto arriscado se e somente se $R \geq R_{VAP}$. Dessa forma, é possível comparar a escolha dos projetos em ambos os regimes.

Uma vez que a firma está com problemas financeiros, temos $Z < I(1+r)$, então $E_\gamma \max[\gamma R - I(1+r), \alpha \gamma R] \geq \alpha Z$. O lado esquerdo de (4) é estritamente maior que o lado esquerdo de (3), já que $\alpha Z > 0$. Além disso, com $R_{AP} = 0$, os lados esquerdo e direito de (3) são iguais e portanto $E_\gamma \max[\gamma R_{VAP} - I(1+r), \alpha \gamma R_{VAP}] = \alpha Z > E_\gamma \max[\gamma R_{VA} - I(1+r), 0] = 0$, onde a primeira igualdade vale com $R_{VAP} > 0$, pois $\alpha Z > 0$, e a segunda vale com $R_{AP} = 0$. Logo, uma vez que $R_{VAP} > R_{AP}$, o conjunto de projetos arriscados disponível para os acionistas se reduz, diminuindo o investimento de risco em relação ao sistema de bancarrota que não disponibiliza o procedimento de reorganização, isto é, que segue RPAs sempre. Note-se que, sob ambos os regimes, os acionistas capturam benefícios dos resultados favoráveis do projeto arriscado, entretanto quando são permitidas violações de RPAs, investimentos seguros também proporcionam ganhos aos acionistas, reduzindo, dessa forma, o conjunto de projetos arriscados atrativos aos gerentes e a quantidade de investimentos de risco quando comparados com o regime que segue RPAs.

11. Se os ganhos da reorganização em bancarrota são maiores do que os ganhos da solvência, os acionistas irão, ou pelo menos ameaçarão, entrar em processo de bancarrota a fim de aumentar seus ganhos.

Proposição 6: Quando as firmas estão com problemas financeiros, a quantidade de investimentos em projetos arriscados e ineficientes é maior em regimes que seguem as RPAs do que em regimes que permitem violações de RPAs.

Desse modo, a disponibilidade de um processo de reorganização que permite violações das RPAs diminui os incentivos dos gerentes aos investimentos arriscados e ineficientes.

A antiga Lei de Falências brasileira apesar de possuir um mecanismo de reorganização, este era pouco utilizado (de acordo com F2), além de não estar em conformidade com os procedimentos modernos que permitem a barganha e, conseqüentemente, a violação das RPAs, como mostra o capítulo 11 da Lei de Falências americana. Com isso, não havia um mecanismo que inibisse investimentos de risco ineficientes por parte das firmas com dificuldades financeiras.

Para analisarmos o efeito agregado na economia, denotemos $G = Z - R$ como sendo o custo econômico por firma em dificuldade. Suponha que $(1 - p_{solv})$ seja a probabilidade de uma firma estar em dificuldades financeiras e N o número total de firmas. Portanto, o custo agregado da “aposta” em investimentos de risco é $(1 - p_{solv})NG$. Porém, vale notar que $(1 - p_{solv}(e))$ é negativamente relacionado ao esforço e dos gerentes, já que, com mais esforço, é menos provável que a firma tenha dificuldades financeiras. Então existe um *trade-off* entre o efeito da punição e o da aposta de risco. Como foi visto na subseção anterior (proposição 4), gerentes têm incentivo a trabalhar mais duro quando não existe retorno nos estados de bancarrota (isto é, quando seguem as RPAs). Isso faz com que menos firmas tenham problemas financeiros porque $p_{solv}(e)$ aumenta e, conseqüentemente, a porção de firmas insolventes ($\downarrow (1 - p_{solv})N$) diminui. Mas, dado que as firmas já estão com problemas financeiros, esse sistema proporciona ao gerente maiores incentivos a “jogar” com os investimentos a fim de evitar a bancarrota, fazendo G alto. Por outro lado, um sistema de bancarrota mais leniente, que viole as RPAs, faz com que o nível de esforço seja menor que o anterior, aumentando a proporção de firmas com problemas financeiros. Entretanto, esse sistema dá ao gerente incentivo a “jogar” menos do que no sistema mais duro. O efeito final é indefinido. Se considerarmos o sistema que dá prioridades a outras demandas, em vez dos credores, como o sistema brasileiro, o resultado final não é mais ambíguo pois proporciona um efeito negativo sobre o esforço e não diminui o incentivo a “jogar” dos gerentes, uma vez que eles continuam ganhando nada nos estados de insolvência, aumentando a proporção de firmas em dificuldades financeiras e mantendo constante o custo econômico G .

2.3.2 Problema de atraso em decretar insolvência

Esse problema refere-se ao fato de que gerentes de firmas com dificuldades financeiras têm um incentivo a atrasar a entrada no processo de bancarrota, em particular se estes são automaticamente substituídos no processo de reestruturação.

Para avaliar os efeitos de violações de RPAs, será introduzida uma fonte adicional de assimetria de informação, onde agora, além de a escolha de esforço do gerente ser não-observável, em um estágio intermediário o gerente recebe, sozinho, um sinal sobre a condição atual da firma (não-observável pelos credores).

A idéia é analisar os *trade-offs* entre dois objetivos conflitantes. Por um lado, credores querem que o procedimento de bancarrota seja duro com os devedores, seguindo as RPAs, já que uma punição severa tende a aumentar o incentivo dos devedores a gerar ganhos suficientes para o pagamento de suas dívidas. Por outro, credores querem se prevenir de gastos desnecessários de recursos que ocorrem quando há a necessidade de salvamento da firma e este não é feito no tempo certo. O método para se obter essa informação é gratificar, de alguma forma, os resultados ruins da empresa. Essa gratificação deve ser maior (ou igual) aos ganhos pecuniários que o gerente receberia no período em que atrasa o decreto de insolvência, de modo a incentivar-lhe a declarar os problemas financeiros no tempo certo. Entretanto, esse ato agrava o problema de azar-moral, pois diminui a punição nos piores estados da natureza. *A priori* não é claro se um problema de incentivo é mais relevante que o outro.

Considere um modelo multiperíodo¹² variante do referido na subseção 2.1. No período 0, o gerente investe a quantia I , que é emprestada pelos credores. Os gerentes escolhem o nível de esforço e que os credores não observam. No período 1, o tipo do projeto é realizado, existindo três estados da natureza possíveis: o projeto é bem-sucedido com probabilidade $p_{solv}(e)$ e retorno $v(s_{solv})$; o projeto vai mal com probabilidade $q(1 - p_{solv}(e))$ e retorno $v(s_{mal}) < v(s_{solv})$ e com probabilidade $(1 - q)(1 - p_{solv}(e))$ o projeto falha e tem retorno de $v(s_f)$ onde q é a probabilidade de a firma poder ser salva. A firma concorda em pagar F aos credores onde, $v(s_{solv}) > F > v(s_{mal}) > v(s_f)$ então a firma é solvente somente se o projeto dá certo, com ou sem salvamento.

No período 2, o projeto pode ser salvo no tempo certo comprando informação do gerente ao custo y . Essa atitude pode ser necessária para implementar mudanças na firma de modo a ajudá-la a aumentar suas chances de sucesso.¹³ Se o projeto está indo mal, ele pode se tornar um bom projeto, com uma probabilidade superior à de antes, caso contrário não há mudança. O projeto que falhou deve ser liquidado assim que possível. No período 3, a informação torna-se pública. O projeto que falhou e não foi salvo no período 2 deve ser liquidado, mas a demora reduz seu valor de liquidação em δ . Um projeto que está indo mal e não é salvo tem probabilidade g de se tornar bom (estratégia “esperar e rezar”), e $1 - g$ de falhar, mas o salvamento de um projeto que está indo mal faz com que este se torne bom com

12. Seguindo a análise de Povel (1999).

13. Essas mudanças podem ser de estrutura organizacional, estratégia de mercado ou por infusão de dinheiro.

probabilidade G e falhe com probabilidade de $1 - G$, onde $G > g$, isto é, aumenta suas chances de sucesso. Finalmente, no período 4 os ganhos são realizados e se o gerente fica em todos os períodos, ganha um benefício privado no valor de b . Por outro lado, uma vez que o salvamento é feito o gerente pára de receber ganhos pecuniários da firma, ou porque esta vai ser liquidada ou devido a uma troca de gerente (em caso de uma reorganização). O gerente sempre aceita a gratificação se

$y + q\frac{3}{5}b + (1-q)\frac{3}{5}b > qb + (1-q)b \Rightarrow y > \frac{2}{3}b$ (isto é, se a gratificação ao gerente é maior que seus ganhos com o atraso). Agora, vamos comparar os resultados dos gerentes e credores se a firma é salva ou não:

Sem salvamento ($t = 4$)

| Estados | Resultado | Gerente | Credor |
|---------|------------------------------|-------------------------------------|--------------------|
| Bom | $v(s_{solv})$ | $v(s_{solv}) - F + b$ | F |
| Mal | $gv(s_{solv}) + (1-g)v(s_f)$ | $g(v(s_{solv}) - F) + (1-g)(0) + b$ | $gF + (1-g)v(s_f)$ |
| Falha | $(1-\delta)v(s_f)$ | b | $(1-\delta)v(s_f)$ |

Com salvamento ($t = 4$)

| Estados | Resultado | Gerente | Credor |
|---------|------------------------------|--|--------------------------|
| Bom | $v(s_{solv})$ | $v(s_{solv}) - F + b$ | F |
| Mal | $Gv(s_{solv}) + (1-G)v(s_f)$ | $G(v(s_{solv}) - F) + (1-G)(0) + \frac{3}{5}b + y$ | $G(F) + (1-G)v(s_f) - y$ |
| Falha | $v(s_f)$ | $\frac{3}{5}b + y$ | $v(s_f) - y$ |

A otimalidade da violação de RPAs depende dos parâmetros da economia que indicam se o salvamento é bom para ambos: credores e devedores. Caso contrário, se o salvamento não for bom para os credores estes não irão salvar as firmas da insolvência e, nesse caso, desvios da RPA não seriam ótimos.

Começemos então com o efeito sobre o esforço do gerente, comparando o nível exercido em ambos os casos:

Se o salvamento ocorre:

$$\begin{aligned} & \max_e p(e)[v(s_{solv}) - F + b] + q(1-p(e))[G(v(s_{solv}) - F) + \frac{3}{5}b + y] + \\ & + (1-q)(1-p(e))[\frac{3}{5}b + y] - e \\ p_e^{*S} & = \frac{1}{(1-qG)(v(s_{solv}) - F) + \frac{2}{5}b - y} \end{aligned}$$

Se o salvamento não ocorre:

$$\begin{aligned} & \max_e p(e)(v(s_{solv}) - F + b) + q(1 - p(e))[g(v(s_{solv}) - F) + b] + \\ & + (1 - q)(1 - p(e))[b] - e \\ p_e'^{NS} & = \frac{1}{(1 - qg)(v(s_{solv}) - F)} \end{aligned}$$

Então, temos:

$$p_e'^S = \frac{1}{(1 - qG)(v(s_{solv}) - F) + \frac{2}{5}b - y} > p_e'^{NS} = \frac{1}{(1 - qg)(v(s_{solv}) - F)} \Rightarrow e^S < e^{NS} \text{ pois}$$

$y > \frac{2}{5}b$ e $G > g$. Logo, o esforço escolhido pelo gerente é maior quando não há possibilidade de salvamento.

Agora, vamos analisar quando os credores têm incentivo a resgatar firmas insolventes. Sua expectativa de retorno¹⁴ em caso de salvamento e de não-salvamento é:

$$E(R_c^S) = p(e^S)F + (1 - p(e^S))\{q[GF + (1 - G)v(s_f)] + (1 - q)v(s_f) - y\}$$

$$E(R_c^{NS}) = p(e^{NS})F + (1 - p(e^{NS}))\{q[gF + (1 - g)v(s_f)] + (1 - q)(1 - \delta)v(s_f)\}$$

$$\begin{aligned} E(R_c^S) - E(R_c^{NS}) & = \Delta E = -\Delta pF + \{q[(G - g)(F - v(s_f))] + \\ & + (1 - q)(1 - p(e^{NS}))\delta v(s_f) - (1 - p(e^S))y\} + \Delta p v(s_f) + \\ & + q[F - v(s_f)][p(e^{NS})g - p(e^S)G] \end{aligned}$$

onde:

$$[p(e^{NS}) - p(e^S)] = \Delta p > 0$$

14. Retorno dos credores denominado R_c .

Uma análise de estática comparativa pode nos dizer mais a respeito de alguns elementos, como seus *trade-offs* e em que tipo de economia violações das RPAs são ótimas. Note-se que:

$\frac{\partial \Delta E}{\partial G} > 0$ significa que o resgate é mais (menos) valioso quando a possibilidade de sucesso em caso de resgate é maior (menor);

$\frac{\partial \Delta E}{\partial \delta} > 0$ significa que o resgate é mais (menos) valioso quando a taxa de depreciação é maior (menor);

$\frac{\partial \Delta E}{\partial y} < 0$ significa que o resgate é mais (menos) valioso quando a renda informacional é menor (maior); e

$\frac{\partial \Delta E}{\partial (F-v(s_f))} > 0$ significa que o resgate é mais (menos) valioso quando o ganho líquido em ser solvente é maior (menor).

Se os parâmetros são tais que $E(R_c^S) > E(R_c^{NS})$, existe um ganho em violar RPAs, caso contrário, se $E(R_c^S) < E(R_c^{NS})$ não há ganhos em tais violações, sendo ótimo seguir as RPAs.

Em resumo, o procedimento ótimo depende dos parâmetros da economia. Um sistema de bancarrota que permite desvios das RPAs premia o empreendedor se este coopera com o resgate. Essas gratificações violam as RPAs, pois devem ser pagas mesmo que algumas dívidas da firma não sejam quitadas integralmente. Esse procedimento permite um resgate eficiente ou uma liquidação eficiente, feita na hora certa, mitigando os custos por atraso. Por outro lado, isso não induz a firma a exercer o esforço apropriado, já que ela recebe um pagamento diferente de 0 nos estados ruins. Dessa forma, o procedimento ótimo depende de qual é o incentivo mais importante a ser encorajado: esforço ótimo, ao custo de perder a oportunidade de uma intervenção eficiente; ou ótima revelação, ao custo de reduzir o incentivo em esforço.

Considere $A = \text{perda por atrasar bancarrota}$. Como o número total de firmas em dificuldades financeiras é $(1 - p_{solv}(e))N$, o custo total do atraso em declarar dificuldades financeiras é $(1 - p_{solv}(e))NA$. Assim como no caso anterior, uma lei de falências muito punitiva aos devedores aumenta o incentivo ao esforço com efeitos negativos sobre o atraso em declarar insolvência. Já uma lei de falências leniente tem o resultado oposto. Considerando o sistema que dá prioridades a outras

demandas em vez dos credores, como o sistema brasileiro, o resultado final, novamente, não é mais ambíguo pois proporciona um efeito negativo sobre o esforço (proposição 4) e não gratifica os devedores, incentivando-os a atrasar o processo, aumentando a proporção de firmas em dificuldades financeiras e mantendo constante o custo por atraso A.

2.4 Efeitos da lei de falências no período pós-bancarrota

Da perspectiva de eficiência *ex post*, a Lei de Falências deveria maximizar o valor total da firma. Existem três elementos principais por trás desse objetivo. Primeiro, o menor valor possível deve ser gasto durante o processo (minimizando o custo *c*) e, portanto, seria desejável minimizar: o tempo¹⁵ que o processo tomará, e os custos diretos e indiretos incorridos durante o processo. Segundo, quando o processo de reorganização termina, os ativos da firma deveriam ser alocados em seu maior valor de uso. Finalmente, quando uma firma entra em bancarrota o procedimento (reorganização ou liquidação) deveria ser escolhido corretamente, caso contrário o valor dos ativos não produziria seu maior valor.

Do ponto de vista da eficiência em geral, o que importa não é apenas o valor total a ser obtido no processo de bancarrota, mas também a divisão desse valor entre os participantes. Essa divisão *ex post* tem importantes conseqüências *ex ante*, como vimos nas seções anteriores. Entretanto, é totalmente indeterminado se os efeitos benéficos de desvios das RPAs excedem seus efeitos negativos.

O desenho da Lei de Falências influi diretamente em cada um desses fatores mencionados. Na seqüência desta subseção destacamos as dificuldades potenciais que surgem após a entrada da firma no processo em bancarrota e qual a influência das características da lei sobre esses problemas.

2.4.1 Falha na escolha do procedimento

Existem dois tipos de firmas com dificuldades financeiras: as que são economicamente eficientes, isto é, o melhor uso para seus ativos é o uso corrente; e as economicamente ineficientes, cujo valor de seus ativos é maior em uma atividade diferente da corrente.

Quando uma firma economicamente ineficiente entra em bancarrota, a melhor alternativa é que seus ativos sejam liquidados, liberando seu capital a ser transferido a atividades de maior valor de uso. Porém, quando uma firma economicamente eficiente entra em bancarrota, a melhor alternativa é que esta continue em operação, uma vez que seu capital não tem outra atividade de maior valor.

15. Parte do tempo é gasto com táticas de espera por parte dos acionistas e gerentes, além do tempo gasto devido à complexidade do processo e das demandas dos credores.

Portanto, existe uma justificativa econômica em ter dois procedimentos distintos em caso de falência: liquidação, quando as firmas estão com dificuldades financeiras e são economicamente ineficientes; e reorganização, quando as firmas estão com problemas financeiros e são economicamente eficientes. Porém, enquanto problemas financeiros são observáveis, eficiência econômica depende de algumas variáveis que não o são como, por exemplo, o ganho dos ativos da firma em uma outra alternativa de uso, sendo então difícil dizer com certeza de que tipo são as firmas.

Essa situação gera o problema chamado “falha na escolha do procedimento” em falência. Existem dois tipos diferentes de falha: o primeiro é o *erro tipo I*, que ocorre quando firmas economicamente eficientes são liquidadas enquanto deveriam ser reorganizadas, o segundo é o *erro tipo II*, que acontece quando firmas economicamente ineficientes são salvas pela reorganização enquanto deveriam ser liquidadas.

Cada país tem seu próprio meio de designar firmas insolventes ao processo de liquidação ou reorganização, sendo então variáveis entre os países os níveis de erros tipos I e II. Países onde reorganização é rara, como Inglaterra, têm provavelmente altos níveis de erro tipo I ocorrendo, enquanto aqueles onde liquidação é rara têm possivelmente altos níveis de erro tipo II.

Um fator importante é quem decide se a firma deve ou não ser salva em reorganização. Em países onde a corte indica pessoas com essa responsabilidade, se suas decisões são não-tendenciosas, não há influência sobre ambos os tipos de erros. Mas em países como os Estados Unidos, onde os gerentes têm o direito de escolher entre os dois procedimentos, altos níveis de erro tipo II são mais prováveis de acontecer (ver WHITE, 1994).¹⁶

Como regra geral, eficiência *ex post* requer um balanço cuidadoso entre ambos os procedimentos existentes na Lei de Falências. Suponhamos que uma firma insolvente e economicamente eficiente vá à falência. A solução ótima, nesse caso, seria a reorganização, gerando um retorno v_R . Mas se o erro tipo I ocorre, o retorno seria $v_L < v_R$. Isso elimina a eficiência *ex post* e, pela proposição 1, aumenta o custo do capital. A mesma lógica é válida para o erro tipo II. Portanto, um procedimento que iniba o viés em favor de alguma das duas alternativas tende a ser economicamente dominante.

Note-se que, além do efeito positivo sobre o mercado de crédito, a minimização desse tipo de falha também melhora a eficiência alocativa dos fatores de produção da economia. Isso ocorre porque permite que as firmas mais eficientes

16. A autora usa um jogo de informação assimétrica para analisar se o procedimento de falência dos Estados Unidos leva a esse tipo de falha.

operem na economia, tanto através da reabilitação das firmas insolventes e economicamente eficientes, como pela liquidação que transfere os ativos das firmas insolventes e economicamente ineficientes para um uso mais eficiente.

Apesar de a antiga Lei de Falências brasileira ter ambos os procedimentos, havia um desejo por parte dos administradores em evitar a liquidação, o que poderia gerar uma grande frequência do erro tipo II. Note-se que, apesar da “boa intenção” em manter firmas abertas, essa atitude seria de extrema ineficiência, dando sobrevida a firmas economicamente inviáveis e inibindo a melhor alocação dos ativos da firma. Além disso, essa medida não maximizaria o retorno da firma em bancarrota, produzindo efeitos negativos sobre o custo do capital. Porém, o que se viu, na prática, foi justamente o contrário. O arcaico desenho do procedimento falimentar não previa bons mecanismos para apoiar a reestruturação corporativa de forma saudável e efetiva (visto em F2), promovendo um excesso de erro tipo I. Esse desbalanceamento colaborava para uma eficiência alocativa pior quanto para um menor retorno dos estados de insolvência e, conseqüentemente, para um maior custo do capital.

2.4.2 A barganha na reorganização

Inicialmente consideremos como as características do processo de reorganização (do tipo encontrado no capítulo 11, da Lei de Falências americana) afetam a divisão do valor. Bebchuck e Chang (1992) identificam em seu modelo de barganha três razões do porquê de os acionistas serem capazes de extrair ganhos, mesmo quando os credores não são pagos em sua totalidade. Primeiro, se os acionistas atrasam o acordo sobre o plano de reestruturação, pode ocorrer um evento da natureza que tire a firma da situação de insolvência. Logo, esses acionistas têm um valor de opção, devendo ser compensados para que renunciem a esse valor. Segundo, se os acionistas atrasam o acordo, é esperado que a firma incorra em alguns custos durante o processo de barganha que fazem diminuir o valor que os credores esperam receber ao final do processo. Nesse caso, os credores abrem mão de uma parte de seu pagamento em favor dos acionistas, de forma a incentivar uma agilidade maior do processo. Terceiro, é o poder de barganha dado aos acionistas quando o gerente tem o direito de propor o plano de reorganização, fortificando sua posição dentro da negociação ajudando-os a obter uma parte maior do valor.¹⁷

Como conseqüência, esse desenho de bancarrota proporciona violações das RPAs, mitigando os problemas de aposta em investimentos de risco e atrasos em declarar bancarrota, e com efeitos negativos sobre incentivo ao esforço dos gerentes e sobre o custo do capital.

17. Para estudos empíricos, ver Franks e Torous (1989), Lo Pucki e Whitford (1990) e Eberhart, Moore e Roenfeld (1990).

O processo de reorganização, sob as regras da barganha, toma um tempo substancial (ver LO PUCKI e WHITFORD, 1990). A tática de atraso dos acionistas e a complexidade das demandas sobre os ativos da firma ditam a demora do procedimento. Durante esse tempo, uma parte substancial do valor pode ser dissipada. Parceiros potenciais podem ficar relutantes em fazer negócios com essa firma, ou podem requerer termos extremamente favoráveis enquanto a insolvência paira sobre a empresa. Além disso, custos administrativos substanciais e indiretos, por funcionarem durante a reorganização, estão envolvidos nesse processo, e crescem a altas taxas à medida que o tempo passa.

Todos esses fatores aumentam os custos nos estados de insolvência ($\uparrow c$) e, por conseqüência, diminuem o retorno dos credores nessas situações ($\downarrow v - c$). Uma lei de falências que minimize tais custos, diminuindo as táticas de atraso dos acionistas, e/ou reduzindo os custos administrativos e indiretos, além de aumentar o retorno dos credores nos estados de insolvência, enfraquece o poder de barganha dos acionistas/gerentes. Note-se que uma reorganização que atenuar o poder de barganha, além de manter os mesmos resultados positivos da violação das RPAs, reduz os gastos com os desvios de RPAs, o que, por conseqüência, diminui seus efeitos negativos tanto sobre o esforço do gerente (proposição 4), quanto sobre o crédito (proposições 2 e 3).

3 AVALIANDO A ANTIGA LEI DE FALÊNCIAS BRASILEIRA E AS CONSEQÜÊNCIAS POTENCIAIS DE SUA REFORMA

O objetivo desta seção é avaliar a qualidade e as conseqüências da antiga Lei de Falências brasileira, assim como os possíveis efeitos de sua reforma.

Hoje em dia ainda há pouco a dizer sobre o desenho ótimo de uma lei de falências. Entretanto, existem dois pontos consensuais em torno desse debate. O primeiro se refere à proteção que a legislação falimentar deve prover aos credores; o segundo é sobre os objetivos que um procedimento de insolvência deve atingir. A medida da qualidade do processo de bancarrota vem dessas duas fontes.

A variável de proteção ao credor nos diz se a Lei de Falências é boa o bastante a fim de fazer os empréstimos atrativos para os credores, provendo uma facilidade maior ao acesso de financiamento externo para as firmas. Já os objetivos do procedimento de insolvência representam o consenso sobre as características de um procedimento eficiente de bancarrota.

A fim de fazermos uma análise comparativa, utilizaremos sete grupos de países, entre eles: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), América Latina e Caribe (ALC), Oriente Médio e Norte da África (OMNA), Europa e Ásia Central (EAC), Leste Asiático e Pacífico (LAP), Sul Asiático (SAS) e África Subsaariana (ASS).

De modo a avaliar os efeitos de mudanças na Lei de Falências sobre o ambiente financeiro serão utilizadas – na forma reduzida – regressões de mínimos quadrados ordinários (MQO) e regressões quantílicas como instrumental econométrico.

3.1 A proteção ao credor na antiga lei e seus efeitos sobre o mercado de crédito

A literatura de *law and economics* alerta para o fato de que uma boa lei de falências tem de prover proteção legal para os credores. O argumento para isso é que uma proteção legal maior permite que os financiadores ofereçam empréstimos aos empreendedores a melhores termos e, conseqüentemente, que países com uma proteção legal melhor devam ter um mercado de crédito mais amplo.

Diversas formas de legislação falimentar vêm sendo utilizadas em todo o mundo. Algumas delas são muito favoráveis aos credores, dando a eles forte proteção, como a lei inglesa, em que a liquidação da firma é quase sempre usada. Isso leva à eliminação de firmas boas e ainda saudáveis, visando apenas realizar o pagamento aos credores. Por outro lado, existem países como o Brasil, onde sua antiga legislação proporcionava baixíssima proteção ao credor, dando prioridades às demandas trabalhistas e fiscais antes das demandas dos credores segurados, aumentando muito o custo do crédito (proposição 2).

É possível comparar a proteção ao credor dentre diferentes grupos de países. Como medida de proteção ao credor será utilizado o índice construído por La Porta et al. (1997) e computado pelo Banco Mundial (2003) que resume o direito do credor¹⁸ em um processo de bancarrota, iterado com uma medida de implementabilidade da lei (*rule of law*).¹⁹ Essa iteração entre direito do credor e implementabilidade legal é importante porque, se leis não são implementáveis, o direito do credor será inócuo, independentemente do que esteja escrito no código de procedimento legal em bancarrota. A medida de proteção ao credor é então definida como:

Proteção ao credor = direito dos credores x medida de implementabilidade da lei e dado que utilizamos essa medida de forma normalizada, ela então varia no intervalo [0, 1], onde países com medida 0 não protegem em nada seus credores e países com medida 1 protegem ao máximo seus credores.

18. O índice de direito dos credores de La Porta et al. (1997) é composto pela soma dos seguintes subíndices:

- 1 se credores colateralizados são pagos em primeiro e 0 caso contrário;
- 1 se o gerente não continua na firma em caso de reorganização e 0 caso contrário;
- 1 se não há *automatic stay* imposto pela corte e 0 caso contrário;
- 1 se existem restrições ao devedor escolher sozinho a reorganização, como consentimento dos credores, e 0 caso contrário.

19. *Rule of Law* é uma medida que representa a tradição de lei e ordem de um país. Essa medida é calculada pelo *International Country Risk Guide* e vai de 0 a 6, onde valores mais altos representam maior tradição de lei e ordem de um país. Os dados são relativos ao ano de 2003.

O gráfico 2 permite comparar a proteção ao credor no Brasil com diferentes regiões no mundo. Note-se que a OCDE tem o nível mais alto de proteção ao credor (0,46), enquanto o Brasil (0,06) tem o menor nível se comparado com qualquer região do mundo, inclusive com a média da região à qual pertence (ALC). América Latina e Caribe (0,19) provêem uma proteção muito fraca aos seus credores, menor até mesmo que a África Subsaariana (0,23). Nesse caso, o desenho do antigo sistema de bancarrota brasileiro acaba por reduzir muito o interesse dos credores no mercado de crédito, aumentando a dificuldade de as firmas financiarem seus investimentos com dívida.

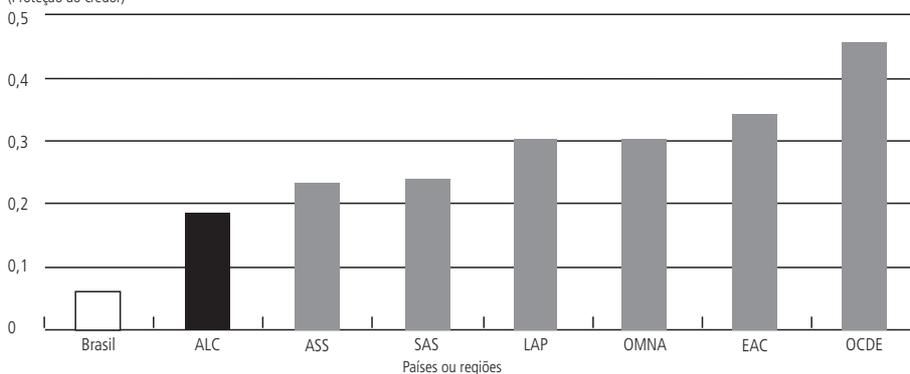
Uma noção comum na literatura de *law and economics* é que uma boa lei de falências tem de prover uma forte proteção ao credor. La Porta et al. (1997, 1998) foram pioneiros em estudar empiricamente a relevância dessa relação. Os autores concluem, utilizando uma amostra de 49 países, que um alto nível de proteção ao credor tende a proporcionar um maior nível de desenvolvimento financeiro.

Controlando-se pelo Produto Interno Bruto (PIB) (em log), população (em log), qualidade informacional,²⁰ e qualidade da implementabilidade legal,²¹ exploramos a relação entre o desenvolvimento do mercado de crédito [medida por log (crédito privado/PIB)] e proteção ao credor através de uma amostra de 120 países. Utilizamos PIB como controle baseado na teoria de que grandes economias devem ter maiores mercados de crédito devido às economias de escala em organização das instituições de apoio. Adicionamos a variável população com o objetivo de prover uma flexibilidade maior à especificação, permitindo captar, também, tanto o efeito populacional como o efeito da renda *per capita* (log (PIB) - log (população) = PIB *per capita*). A medida de qualidade de implementabilidade é usada como

GRÁFICO 2

Proteção ao credor por país ou região

(Proteção ao credor)



20. Refere-se aos dados sobre existência de registros de crédito público e privado em diferentes países durante o mesmo período.

21. Mede o número de dias que demora em implementar um simples contrato de dívida.

proxy de eficiência do sistema legal. Finalmente, controlamos por qualidade informacional para capturar problemas de seleção adversa no mercado de crédito.

A tabela 1 reporta os resultados da regressão de MQO. O coeficiente da variável proteção ao credor, que é estatisticamente significativo, revela seu efeito positivo na medida de desenvolvimento do mercado de crédito. De acordo com esse resultado, se a reforma da Lei de Falências brasileira aumentar o nível de proteção aos credores de 0,06 até a média da América Latina (0,19) ou até a média da OCDE (0,46), o mercado de crédito brasileiro²² se expande em 9% ou em 30%, respectivamente.

Além disso, todos os controles utilizados são significativos, com PIB e qualidade de informação sendo positivos e população e ineficiência de implementabilidade sendo negativa, como as teorias predizem. Apesar do grande impacto que a qualidade informacional tem sobre o mercado de crédito, essa variável não é de grande importância para o Brasil, uma vez que o país já possui um mecanismo de registro de crédito que ajuda a mitigar problemas de informação. Por outro lado, uma melhora na qualidade do sistema legal proveria um efeito positivo no mercado de crédito brasileiro. Uma agilidade maior na implementação dos contratos de dívida que faça o Brasil (566 dias) atingir a média da América Latina (462 dias) expande o mercado de crédito brasileiro em mais de 5%.

TABELA 1

Regressão de MQO

(Variável dependente: log (crédito privado/PIB) – 120 observações (média de 2000-2003))

| Variável independente | Coefficientes | Estatística-t |
|--|----------------------|---------------|
| Constante | 1,06 | 1,19 |
| Proteção ao credor | 0,65 ^b | 2,28 |
| Ineficiência de implementabilidade legal | -0,0005 ^c | -1,93 |
| Qualidade informacional | 0,55 ^a | 3,35 |
| Log (população) | -0,25 ^a | -4,40 |
| Log (PIB) | 0,40 ^a | 9,30 |
| Observação | 120 | |
| R^2 | 0,66 | |

^a Significativo a 1%.^b Significativo a 5%.^c Significativo a 10%.

Nota: Erros-padrão e co-variância robustos à heterocedasticidade.

22. A tabela 5 reporta o nível da relação crédito privado/PIB no Brasil.

A forma de estimação utilizada para esse teste foi o de mínimos quadrados, que provém um método conveniente de estimação condicional às médias dos modelos. O objetivo agora é abordar o mesmo ponto, só que de forma mais específica. Utilizando regressão quantílica é possível focarmos em diferentes níveis (quantis) de desenvolvimento do mercado de crédito, como por exemplo o nível brasileiro. Isso permite descrever o impacto de uma variação na proteção ao credor específico ao caso brasileiro.

A regressão quantílica procura estender a idéia de estimação condicional aos quantis, onde os da distribuição condicional da variável dependente são expressos como funções das variáveis independentes observadas.

A tabela 2 reporta os resultados da regressão quantílica para o caso brasileiro. Qualitativamente os resultados não mudam, porém a magnitude do efeito causado pelas variações da proteção ao credor é ainda maior.

Portanto, independentemente do modelo econométrico utilizado, pode-se concluir que uma melhora na Lei de Falências brasileira, que traga um aumento no nível de proteção ao credor, é capaz de impulsionar fortemente o desenvolvimento do mercado de crédito brasileiro.

De modo a examinar quais componentes do índice do direito do credor são responsáveis por tais efeitos no crédito, regredimos cada um dos quatro subíndices de direito do credor na medida de desenvolvimento do mercado de crédito.

TABELA 2

Regressão quantílica: quantil Brasil (0,5667)

(Variável dependente: log (crédito privado/PIB) – 120 observações (média de 2000-2003))

| Variável independente | Coefficientes | Estatística-t |
|--|----------------------|---------------|
| Constante | 0,36 | 0,37 |
| Proteção ao credor | 0,71 ^a | 2,63 |
| Ineficiência de implementabilidade legal | -0,0004 ^c | -1,74 |
| Qualidade informacional | 0,72 ^a | 4,60 |
| Log (população) | -0,20 ^a | -3,48 |
| Log (PIB) | 0,38 ^a | 9,21 |
| Observação | 120 | |
| Pseudo R^2 | 0,46 | |

^a Significativo a 1%.^b Significativo a 5%.^c Significativo a 10%.

Nota: Erros-padrão e co-variância robustos à heterocedasticidade.

Utilizando-se o método de mínimos quadrados, encontramos que o consentimento dos credores para reorganização e a prioridade dos credores segurados têm efeito positivo no mercado de crédito. Por outro lado, ausência de *automatic stay* e a exclusão do gerente do processo de reorganização não têm efeito significativo algum.

Esses resultados estão totalmente alinhados com as previsões teóricas da subseção anterior: primeiro, a prioridade dada aos credores segurados aumentaria o valor por eles recebido em caso de falência e, conseqüentemente, incentivaria a oferta de crédito a termos mais acessíveis; segundo, o consentimento dos credores à reorganização permitiria sua maior participação no processo, tornando-o mais eficiente, principalmente pelo monitoramento dos gerentes e pela diminuição da freqüência do erro tipo II – uma vez que os gerentes tenderiam a escolher sempre a reorganização de forma a ter algum retorno –, o que aumentaria o valor da firma e o retorno nos estados de insolvência. Por outro lado, o efeito nulo para o não-*automatic stay* e para a exclusão do gerente em caso de reorganização ilustram a ambigüidade entre a proteção ao credor segurado e o sucesso da reorganização, e da violação das RPAs, respectivamente. A existência de *automatic stay* torna o processo de reorganização mais fácil, aumentando as possibilidades de sucesso – o que, por sua vez, reduz o erro tipo I – e o valor da firma em bancarrota, enquanto sua não-existência garante uma recuperação mais rápida dos ativos dados como colateral aos credores. A exclusão dos gerentes, em caso de reorganização, enfraquece o poder de barganha dos acionistas, aumentando o retorno dos credores em bancarrota (pois reduz o valor desviado das RPAs) e seu interesse em ofertar crédito, entretanto tal punição pode incentivar os gerentes a atrasar o decreto de bancarrota e a investir em projetos ineficientes de risco, como meio de evitar a falência. Ambas as atitudes reduzem o retorno dos credores nos estados de insolvência.

Novamente fazendo uso da regressão quantílica, podemos analisar o caso brasileiro em especial. A prioridade dos credores segurados e o consentimento deles no processo de reorganização continuam tendo efeito positivo e significativo, porém agora com uma influência maior sobre o mercado de crédito. O subíndice prioridade dos credores, que pelo método de MQO geraria uma ampliação do mercado de crédito em 27% na média, produziria uma expansão duas vezes maior (55%) se considerássemos apenas o quantil brasileiro. Fato semelhante ocorre com a outra variável significativa, que teria seu impacto ampliado de 26% para 40%.

O único subíndice negativo é o não-*automatic stay* que, de acordo com os testes, não tem um efeito significativo sobre nível de crédito, e de acordo com a teoria dificulta o processo de reorganização de firmas economicamente viáveis, e possibilita uma freqüência maior do erro tipo I.

Portanto, seria interessante que os aprimoramentos da Lei de Falências brasileira visassem principalmente a prioridade dos credores segurados, uma vez que é a variável que proporcionaria um maior desenvolvimento do mercado de crédito nacional.

TABELA 3

Regressão de MQO

(Variável dependente: log (crédito privado/PIB) – 120 observações (média de 2000-2003))

| Variável independente | Coefficientes | Estatística-t |
|--|----------------------|---------------|
| Constante | 1,32 | 1,51 |
| Consentimento dos credores | 0,23 ^c | 1,74 |
| Prioridade | 0,24 ^c | 1,83 |
| Não- <i>automatic stay</i> | -0,05 | -0,37 |
| Gerente excluído | 0,17 | 1,27 |
| Ineficiência de implementabilidade legal | -0,0006 ^b | -2,40 |
| Qualidade informacional | 0,60 ^a | 3,58 |
| Log (população) | -0,27 ^a | -5,11 |
| Log (PIB) | 0,42 ^a | 11,23 |
| Observação | 120 | |
| R^2 | 0,67 | |

^a Significativo a 1%.^b Significativo a 5%.^c Significativo a 10%.

Nota: Erros-padrão e co-variância robustos à heterocedasticidade.

TABELA 4

Regressão quantílica: quantil Brasil (0,56667)

(Variável dependente: log (crédito privado/PIB) – 120 observações (média de 2000-2003))

| Variável independente | Coefficientes | Estatística-t |
|--|--------------------|---------------|
| Constante | 1,24 | 0,87 |
| Consentimento dos credores | 0,34 ^c | 1,85 |
| Prioridade | 0,44 ^b | 2,26 |
| Não- <i>automatic stay</i> | -0,01 | -0,07 |
| Gerente excluído | 0,02 | 0,09 |
| Ineficiência de implementabilidade legal | -0,0006 | -1,61 |
| Qualidade informacional | 0,70 ^a | 2,73 |
| Log (população) | -0,27 ^a | -3,06 |
| Log (PIB) | 0,42 ^a | 6,67 |
| Observação | 120 | |
| Pseudo R^2 | 0,47 | |

^a Significativo a 1%.^b Significativo a 5%.^c Significativo a 10%.

Nota: Erros-padrão e co-variância robustos à heterocedasticidade.

3.2 A eficiência do processo de insolvência da antiga lei e seus efeitos sobre o mercado de crédito

Apesar de toda pesquisa em torno do assunto bancarrota, ainda não há um consenso sobre qual seria o melhor procedimento a ser adotado. A dificuldade em desenhar uma lei de falências ótima é notória, dado que os economistas ainda não possuem, até o presente momento, uma teoria satisfatória que explique por que as partes interessadas não podem desenhar seus próprios procedimentos de bancarrota (isto é, por que os contratos são incompletos). Entretanto, é possível identificar um consenso em torno de certos pontos, como algumas características de um processo eficiente de bancarrota.

Oliver Hart (1999) apresenta as características de um bom procedimento. Primeiro, existe um forte argumento de que um bom processo de insolvência deva obter um resultado *ex post* eficiente, isto é, que deva maximizar o valor total disponível a ser dividido entre credores, devedores e outras partes interessadas. O segundo objetivo diz respeito à eficiência *ex ante*, em que um bom procedimento de insolvência deve preservar o papel principal da dívida de penalizar os gerentes e acionistas adequadamente em estados de bancarrota. Se não existisse qualquer consequência adversa, haveria pouco incentivo ao pagamento de suas dívidas (problema de azar-moral). O terceiro objetivo se refere à estabilidade das ordens de prioridade, em que um bom procedimento deve preservar a prioridade que foi definida quando contratos foram criados, exceto para uma pequena porção do valor que deve, possivelmente, ser reservado para os acionistas. Esse objetivo tem duas vantagens: primeiro, ajuda a assegurar que credores recebam um razoável retorno em caso de bancarrota, o que os encoraja a emprestar; segundo, significa que estados de bancarrota e não-bancarrota não são tratados de forma diferente. Entretanto, é preciso lembrar da crítica que pode ser feita contra as RPAs: o gerente, agindo a favor dos acionistas, teria um incentivo a evitar a bancarrota mesmo se essa decisão fosse ineficiente,²³ como apostas em investimentos demasiadamente arriscados e atraso em declarar insolvência. Por essa razão, pode ser positivo preservar uma porção do valor em bancarrota para os acionistas.

O Banco Mundial computou então uma medida chamada “objetivos da insolvência”, que documenta o sucesso em atingir os três objetivos do processo de insolvência apresentados por Hart (1999). Esta é calculada como a média do custo da insolvência (uma pontuação alta indica menor custo), tempo de insolvência (uma pontuação alta indica menos tempo), a observação da manutenção da prioridade definida contratualmente, e o alcance do resultado eficiente.²⁴

23. Ver modelos da subseção 2.2.

24. O resultado eficiente é definido como qualquer procedimento de bancarrota que resulta na venda da firma como um todo sem a interrupção de suas operações, ou uma reabilitação bem-sucedida.

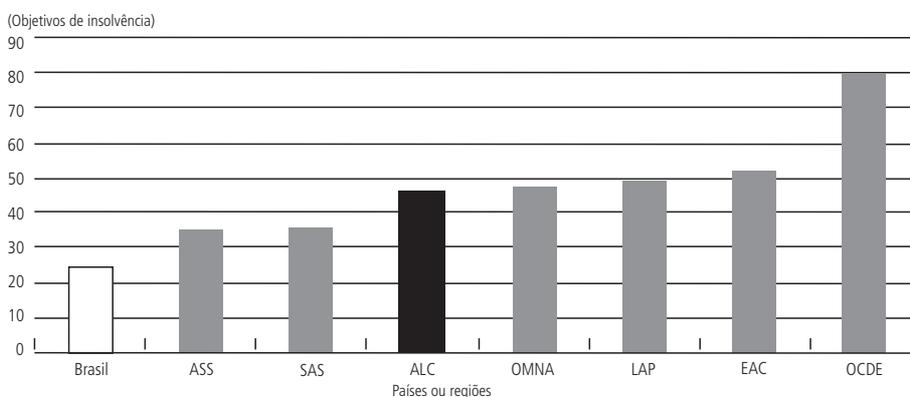
O índice objetivos da insolvência varia de 0 a 100; onde índice 100 significa eficiência perfeita do procedimento, e 0, total ineficiência.

O gráfico 3 ilustra a tamanha ineficiência do antigo processo de insolvência brasileiro (24), sendo pior que a média da América Latina (46) e até mesmo do que a África Subsaariana (35). Essa situação é, de certa forma, preocupante, visto as significativas conseqüências que essa variável tem sobre o mercado de crédito.

Para mostrarmos a existência de uma forte relação entre a medida objetivos da insolvência e o mercado de crédito, principalmente o brasileiro, regredimos esta variável – utilizando método de MQO e quantílico – no *spread* das taxas de juros, no desenvolvimento do mercado de crédito e na taxa de recuperação dos credores, controlando pelo PIB *per capita* (em log) e por uma constante. Encontramos que, para cada ponto ganho na eficiência, o *spread* da taxa de juros cai 0,13% em média e 0,44% para o Brasil (quantil 0,99). Além disso, o desenvolvimento do mercado de crédito e a taxa de recuperação dos credores são positivamente relacionados com o índice dos objetivos da insolvência, onde ambos são estatisticamente significativos ao nível de 1% e 2%, respectivamente. Nesse caso, em média, para cada ponto ganho de eficiência, a razão crédito privado/PIB se expande em 2,02% e a taxa de recuperação aumenta em 0,83 centavos de dólar; para o Brasil, especificamente (quantil 0,5667 e 0,05), os números mudam para 1,90% e 0,33 (aumento de 165%), respectivamente.

Em resumo, um sistema eficiente de bancarrota tem um forte efeito positivo sobre o mercado de crédito, proporcionando ao público crédito mais barato e acessível. Isso ocorre porque os credores ficam mais confiantes em ter seus empréstimos pagos quando uma firma entra em situação de insolvência (porque o valor da firma insolvente aumenta e/ou porque sua preferência no recebimento é

GRÁFICO 3
Índice de objetivos de insolvência por país ou região



preservada), levando-os a melhorar os termos do empréstimo, diminuindo o valor do pagamento em caso de solvência, e, conseqüentemente, as taxas de juros. Analisando o resultado referente à taxa de recuperação dos credores, pode-se notar que estão certos em ter esse tipo de expectativa. Note-se que tais resultados estão totalmente de acordo com o modelo teórico apresentado na subseção anterior (proposições 1 e 2).

A taxa de recuperação dos credores varia muito entre os países, sendo o mais desejável ter a maior taxa de recuperação possível, uma vez que isso é traduzido por uma taxa de retorno maior dos credores nos estados de insolvência.

O gráfico 4 mostra que os países da OCDE têm a maior taxa de recuperação, com credores obtendo, em caso de falência, 80 centavos por dólar. No Brasil, essa taxa é praticamente nula, de apenas 0,2 centavos por dólar, muito abaixo da média latino-americana de 26 centavos por dólar, sendo, ainda, a menor taxa dentre todos os países da América Latina.

Portanto, seria interessante que o Brasil concentrasse esforços para reformar o sistema falimentar na direção das características listadas por Hart (1999), a fim de torná-lo mais eficiente, o que implicaria resultados positivos no mercado de crédito.

TABELA 5

Efeitos da eficiência do processo de insolvência

(Variável independente: objetivos da insolvência)

| Variáveis dependentes | Regressão de MQO | Regressão quantílica (Brasil) |
|--------------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| <i>Spread</i> da taxa de juros (%) | -0,13 ^a (2,58) | -0,44 ^b (2,50) |
| Crédito privado/PIB ^c (%) | 2,02 ^a (5,70) | 1,90 ^a (2,94) |
| Taxa de recuperação dos credores | 0,83 ^a (12,95) | 0,33 ^b (2,26) |

^a Significativo a 1%.^b Significativo a 5%.^c Apesar de a variável dependente utilizada na regressão ser log (crédito privado/PIB), preferimos relatar o efeito sobre crédito privado/PIB.

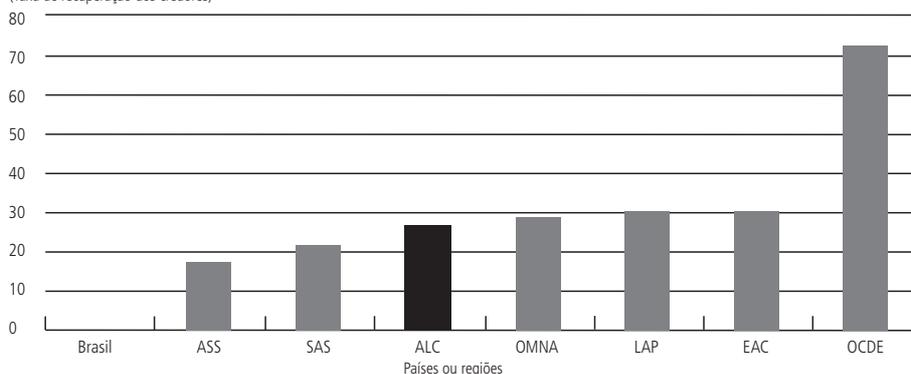
Notas: 1) Estatística-t entre parênteses.

2) Erros-padrão e co-variância robustos à heterocedasticidade. Controle: PIB *per capita*.3) Considerando todos os casos, o R^2 e o pseudo R^2 variam de 0,16 a 0,67.

GRÁFICO 4

Taxa de recuperação dos credores por país ou região

(Taxa de recuperação dos credores)

**4 A REFORMA DA LEI DE FALÊNCIAS BRASILEIRA**

Como visto nas seções anteriores, mudanças na lei de falências geram fortes impactos no mercado de crédito, e isso não seria diferente no Brasil.

Atualmente, o mercado de crédito brasileiro é pouco desenvolvido. Para ilustrar essa situação, a tabela 6 reporta indicadores de crédito no Brasil, América Latina e OCDE. Tratamos da média do período 1997-2002 porque esse é o período em que todos os países possuem observações de ambas as variáveis. À primeira vista, tendemos a pensar que a proporção de crédito no Brasil é bastante baixa quando comparada com a média da OCDE, mas não muito diferente da média da América Latina. Entretanto, essa situação é pior do que se imagina, uma vez que uma parte significativa do crédito vem de bancos controlados pelo governo, principalmente de seu banco de desenvolvimento, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que financia uma grande porção dos investimentos empresariais a taxas de juros subsidiadas. Analisando o *spread* da taxa de juros, pode-se confirmar essa grave situação. O *spread* aplicado no Brasil é maior mais de quatro vezes do que a média latino-americana e mais de 12 vezes do que a média dos países da OCDE.

TABELA 6

Indicadores de crédito

(Em %)

| | Crédito privado/PIB (1997-2002) | <i>Spread</i> da taxa de juros (1997-2002) |
|----------------|---------------------------------|--|
| Brasil | 35,00 | 49,00 |
| América Latina | 44,23 | 11,00 |
| OCDE | 102,74 | 3,87 |

Fonte: Banco Mundial (2004b).

Um importante motivo para essa situação do mercado de crédito é o desenho da antiga Lei de Falências.²⁵ Como foi visto na seção anterior, tal lei proporcionava aos credores um nível de proteção extremamente baixo, mesmo quando comparado com a média dos países latino-americanos. Isso aumenta o custo do capital (proposição 2) e reduz o conjunto de projetos financiáveis na economia (proposição 3), além de exacerbar o problema de azar-moral (proposição 4). Além disso, pelo índice dos objetivos da insolvência percebemos a tamanha ineficiência de nosso sistema falimentar, sendo extremamente lento (ver gráfico 1) e custoso, com o resultado eficiente sendo raramente alcançado, tornando ínfimo o retorno dos credores nos estados de insolvência e aumentando o custo do capital (proposição 1). Pode-se constatar o retorno dos credores em caso de insolvência pela taxa de recuperação dos credores em bancarrota, que no caso brasileiro é de 0,2 centavos por dólar emprestado, enquanto na média dos países latino-americanos os credores recuperam 26 centavos.

Com a reforma da Lei de Falências brasileira, mudanças significativas – tanto em relação ao crédito como em relação à eficiência alocativa dos fatores de produtivos – podem ser esperadas. A nova lei melhora a legislação falimentar existente integrando o sistema de insolvência com os amplos sistemas legais e comerciais do país, proporcionando uma opção de reorganização judicial e extrajudicial, além de prover um razoável balanço entre liquidação e reorganização, mitigando o erro tipo I e com isso permitindo uma alocação mais eficiente dos fatores de produção. Além disso, enriquece significativamente o sistema legal de insolvência, possibilitando: a conversão da recuperação em liquidação; o requerimento do devedor para reabilitação durante o processo de liquidação imposto a ele; e a introdução de um novo procedimento de reorganização extrajudicial para planos de reestruturação pré-acordados.

No que diz respeito ao processo de liquidação, uma série de mudanças também foram implementadas, entre elas:

- M1) limitação do crédito trabalhista a 150 SMs;
- M2) prioridade do crédito segurado acima do Fisco;
- M3) crédito não-segurado acima de alguns créditos fiscais;

M4) firmas serão vendidas primeiro, preferencialmente como um todo (se não for possível tenta-se a venda em blocos), vindo, posteriormente, a formação da lista dos credores, de forma a aumentar a velocidade do processo e o valor da firma nos estados de bancarrota, além de procurar preservar empregos;

25. Existem outros fatores que não estão sendo tratados neste artigo, mas que também contribuem para essa situação do mercado de crédito brasileiro, como: pouca concorrência no setor bancário; alto retorno dos títulos do Tesouro brasileiro; altos custos bancários (ver COSTA; NAKANE, 2004), qualidade do Judiciário (ver CASTELAR; CABRAL, 2001; CASTELAR, 2003) etc.

M5) fim do problema de sucessão, agora as alienações serão feitas em hasta pública, onde o novo comprador fica livre da sucessão das obrigações do devedor; e

M6) todo novo crédito fornecido durante o período de reorganização será prioritário em caso de liquidação.

Note-se que por M1, M2 e M3 o nível de proteção dado aos credores tende a aumentar, gerando efeitos positivos sobre as diferentes fases de vida das firmas: na fase inicial de investimentos (pré-dificuldades financeiras) o custo do capital se reduziria (ver proposição 2), expandindo o conjunto de projetos socialmente eficientes a serem financiados (ver proposição 3), e reduzindo o subinvestimento em esforço que é exacerbado quando o sistema de bancarrota dá prioridade às demandas trabalhistas e fiscais sobre os credores (ver proposição 4). No período pós-problemas financeiros a proporção de firmas com dificuldades se reduziria devido ao aumento no nível de esforço empregado, e como os “jogos” em investimento de risco e os atrasos estratégicos não são afetados por mudanças na liquidação, seus efeitos agregados diminuem. Por M4 e M5, o valor das firmas nos estados de bancarrota tenderia a aumentar, intuitivamente quanto mais os credores esperam receber nos estados de insolvência, menor a quantia que estes irão requerer da firma nos estados de solvência, reduzindo o custo do capital (proposição 1). M6 é importante para reduzir custos indiretos que podem existir num processo de reorganização, onde os parceiros da firma insolvente poderiam ficar mais relutantes em fazer negócios ou demandar termos mais favoráveis do que se não existisse M6. Esse fator aumentaria tanto o retorno do credor em caso de insolvência, quanto a chance de sucesso da reestruturação.

Percebe-se que todas essas mudanças atuam para aumentar ambas as medidas de qualidade da falência. M1 e M2 aumentam a proteção ao credor seguro, enquanto M4, M5 e M6 aumentam a eficiência do processo de insolvência.

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

firma (dito em M6), incentivando os novos credores a fazerem novos empréstimos a termos mais favoráveis, reduzindo, dessa forma, os custos indiretos originados pela situação de insolvência.

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

Uma consequência adicional do processo de reorganização de acordo com o capítulo 11 da Lei de Falências americana é a possibilidade de violações das RPAs. Como foi visto, tal violação incentiva os gerentes a tomarem decisões mais eficientes em períodos de dificuldades financeiras, diminuindo o efeito perverso do “jogo” em investimentos de risco e do atraso em declarar bancarrota. Por outro lado, tal violação diminui o incentivo ao esforço, por parte do gerente, na fase inicial da vida da firma, o que levaria a um efeito agregado ambíguo se não houvesse ocorrido outras mudanças na lei. Porém, como as inúmeras mudanças foram feitas tanto na liquidação quanto na reorganização, há uma tendência de redução do custo do capital para a firma, o que possivelmente fará com que a diferença entre o retorno nos estados de insolvência e solvência seja maior do que antes da reforma,²⁶ mesmo com a presença da violação das RPAs, gerando um efeito final positivo sobre o esforço do gerente e levando à redução do custo agregado do “jogo” em investimentos de risco e do atraso em declarar bancarrota.

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

A fraude em um processo falimentar também é uma questão importante tratada pela nova lei. As mudanças listadas no processo de liquidação que atuam de forma a elevar a expectativa de retorno do credor no estado de insolvência, junto com a importância dada ao seu papel na reorganização, tendem a incentivar

26. Seja v_{solv} e F valores pré-reforma do retorno da firma e do pagamento aos credores em estado de solvência, v_{solv} e F^R valores pós-reforma e I a quantia obtida pelo gerente com a violação das RPAs. Se as mudanças na lei são tais que $v_{solv} - F^R - I > v_{solv} - F$ (onde $F^R + I < F$), então $p'(e) = 1/(v_{solv} - F) > 1/(v_{solv} - F^R - I) = p'(e^R)$, e portanto $e^R > e$, isto é, o esforço do gerente dadas as mudanças é maior do que sem as mudanças trazidas pela reforma.

o monitoramento contra fraudes no processo de bancarrota por parte dos credores. Além disso, a limitação dos créditos trabalhistas a 150 SMs por si só reduz a possibilidade de trapaça por parte dos gerentes, que tentavam extrair algum valor da firma de forma fraudulenta como pela criação de cargos bem remunerados para parentes ou amigos.

Finalmente, é importante ressaltar que o papel do Judiciário é fundamental para o cumprimento da nova lei, pois uma vez que regras e regulamentações não são corretamente implementadas, mesmo para as leis consideradas boas, estas não conseguirão atingir seus objetivos por completo. Para que os efeitos oriundos da lei sejam integralmente aproveitados, uma eficiência maior do Judiciário faz-se fundamental, tanto no que diz respeito à agilidade quanto à modernização e ao estrito cumprimento da legislação.

5 CONCLUSÃO

Como uma base teórica, entendemos que um sistema de bancarrota deveria procurar ser eficiente *ex ante* e *ex post*. Eficiência *ex post* significa que o procedimento maximiza o valor total dos ativos da firma, tornando maior o retorno dos credores nos estados de insolvência e conseqüentemente menor o custo do capital e a restrição de crédito para as firmas dessa economia. Eficiência *ex ante* trata da divisão ótima do valor em caso de bancarrota. Desvios das RPAs têm efeitos positivos em situação de dificuldades financeiras provendo incentivos à redução dos atrasos em decretar bancarrota e dos investimentos em projetos arriscados e ineficientes, mas também têm efeitos negativos no período pré-problemas financeiros, reduzindo o incentivo ao esforço dos gerentes. Portanto, sua otimalidade depende, particularmente, das características de cada país que vão determinar quais efeitos são mais relevantes. A prioridade dos credores segurados sobre as demandas trabalhistas e fiscais prova ser mais eficiente do que o inverso, pois há um impacto positivo e significativo no custo do capital e no esforço do gerente, sem impactos negativos.

Na prática, nossa análise empírica nos diz que o Brasil tinha um sistema falimentar muito pobre, com problemas em ambas as fontes de eficiência mencionadas. Seu procedimento lento e custoso não permitia maximizar o valor da firma falida. Além disso, a proteção dada aos credores também era muito fraca devido à prioridade dada às demandas trabalhistas e fiscais. Ambos os fatores faziam com que a taxa de recuperação dos credores fosse a mais baixa da América Latina (apenas 0,2 centavos por dólar emprestado) e uma das mais baixas do mundo, o que, por sua vez, reduzia o interesse dos credores em ofertar crédito no mercado brasileiro e, conseqüentemente, tornava o capital muito custoso, traduzido pelas taxas de juros extremamente elevadas.

Entretanto, apesar de tamanha ineficiência da Lei de Falências brasileira, esse cenário que existe sobre o crédito pode estar começando a mudar. A reforma

iniciada em 1993 e finalizada em 2005 traz uma melhora tanto no processo de liquidação, quanto no de reorganização, além da criação de um procedimento extrajudicial que antes nem existia. No processo de liquidação, uma das mudanças mais significativas foi o aumento da proteção ao credor, dando aos credores segurados a preferência sobre as demandas fiscais e parte das demandas trabalhistas, e para os não-segurados a preferência sobre parte das demandas fiscais. Além disso, medidas que visavam aumentar o valor da firma em liquidação – como o fim do “problema da sucessão” e a tentativa de preservação da empresa enquanto unidade produtiva – foram realizadas. O novo processo de reorganização está de acordo com os procedimentos mais modernos do mundo. Diferentemente da concordata, que não possuía mecanismos efetivos para apoiar a reestruturação corporativa, a nova lei facilitou o processo de recuperação, através da inclusão do período de *automatic stay*, no qual credores não podem tomar qualquer bem da firma, e da prioridade dada aos créditos pós-bancarrota (em caso de liquidação), aumentando as possibilidades de as firmas economicamente eficientes se reabilitarem (reduzindo a frequência do erro tipo I).

Essas mudanças tendem a proporcionar um ambiente de negócios mais atrativo aos empreendedores. É possível destacar conseqüências potenciais a partir dessas mudanças na legislação. Resultados do modelo teórico sugerem que os ganhos de eficiência do procedimento, que são refletidos em um aumento do valor da firma em estados de insolvência, assim como uma preferência maior dada aos credores, se traduzirão em menores taxas de juros para as firmas e um maior conjunto de possibilidades de investimento, fomentando, então o empreendedorismo através da formação de novas firmas e investimentos e, por conseqüência, impulsionando crescimento econômico. Além disso, efeitos de azar-moral no que se refere ao esforço do gerente serão reduzidos, diminuindo a possibilidade de as firmas ficarem com problemas financeiros. No que se refere à eficiência alocativa dos recursos produtivos, a criação de um bom procedimento de reorganização, que provenha um bom balanceamento com a liquidação, possibilita que firmas economicamente viáveis continuem operando, mesmo que passem por dificuldades financeiras, e que firmas economicamente inviáveis sejam fechadas, transferidos seus ativos para outras firmas mais eficientes, promovendo, dessa forma, ganhos econômicos. Portanto, a reforma na Lei de Falências brasileira trará significativas conseqüências tanto para o mercado e crédito brasileiro, quanto para a eficiência geral da economia.

Porém, é necessário pensar em tornar os procedimentos cada vez mais eficientes evoluindo constantemente através da redução dos custos inerentes ao processo e dos erros tipo I e II, e em relação à proteção aos credores. Com relação a esse último ponto, é interessante ressaltar que, apesar das significativas mudanças na lei, um objetivo importante não foi atingido: a preservação da prioridade dos

credores segurados sobre os ativos do devedor que foram dados como colateral no momento da criação dos contratos. A nova lei, diferentemente da prática mais utilizada internacionalmente, ainda considera que os ativos dados como garantias aos credores segurados devem pertencer ao devedor em caso de falência, em vez de serem transferidos imediatamente aos credores, como foi definido contratualmente. Hart (1999) já destacava as vantagens em preservar os contratos em caso de falência: primeiro, ajuda a assegurar que credores recebam um razoável retorno em caso de falência, o que os encoraja a emprestar; segundo, significa que estados de falência e não-falência não são tratados de forma diferente.

ABSTRACT

This paper focus on the New Brazilian Bankruptcy Law, its effects on the economy and, mainly, its consequences on the development of the credit-market. Through a simple theoretical model, economic incentives associated with several aspects of bankruptcy laws and some peculiar features of the Brazilian old law are examined. After this theoretical discussion, we evaluate empirically the pre-reform stage of the Brazilian bankruptcy law comparing it with those in several regions around the world. As a result, we find that the old Brazilian Bankruptcy Law was extremely inefficient, even when compared with regions of lower per capita income. Making use of econometric models it is possible to see that such inefficiency brought severe consequences for the local credit-market. Finally, analyzing the main aspects of the Brazilian Bankruptcy Law reform we conclude that changes made in the legal system will be able to bring a significant development of the credit-market, expanding the volume of credit reducing the interest rate on loans and improving overall economic efficiency.

REFERÊNCIAS

- AGHION, P.; HART, O.; MOORE, J. The economics of bankruptcy reform. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 8, p. 523-546, 1992.
- BAIRD, D. G. The uneasy case for corporate reorganizations. *Journal of Legal Studies*, v. 15, p. 127-147, 1986.
- BANCO MUNDIAL. *Doing Business*, 2003.
- . *Doing Business*, 2004a.
- . *World Development Indicators*, 2004b.
- BEBCHUCK, L. A. A new approach to corporate reorganizations. *Harvard Law Review*, v. 101, p. 775-804, 1988.
- . Using options to divide value in corporate bankruptcy. *European Economic Review*, v. 44, p. 829-843, 2000.
- . Ex ante costs of violating absolute priority in bankruptcy. *Journal of Finance*, v. 57, p. 445-460, 2002.
- BEBCHUCK, L. A.; CHANG, H. F. Bargaining and the division of value in corporate reorganization. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 8, p. 253-279, 1992.

- BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. *Finance, inequality and poverty: cross-country evidence*. University of Minnesota, Carlson School of Management, 2004. Mimeo.
- BERGOEING, R. et al. A decade lost and found: Mexico and Chile in the 1980s. *Review of Economic Dynamics*, v. 5, p. 166-205, 2002.
- BERKOVITCH, E.; ISRAEL, R. Optimal bankruptcy laws across different economic systems. *The Review of Financial Studies*, v. 12, n. 2, p. 347-377, 1999.
- BERKOVITCH, E.; ISRAEL, R.; ZENDER, J. F. Optimal bankruptcy law and firm-specific investments. *European Economic Review*, v. 41, p. 487-497, 1997.
- CASTELAR, A. *Judiciário, reforma e economia: a visão dos magistrados*. Ipea, 2003 (Texto para discussão, n. 966).
- CASTELAR, A.; CABRAL, C. *Credit markets in Brazil: the role of judicial enforcement and other institutions*. Defusing default: incentives and institutions. The Johns Hopkins University Press, 2001. p. 157-188.
- COSTA, A. C. A.; NAKANE, M. I. Revisitando a metodologia de decomposição do *spread* bancário no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE ECONOMETRIA. 26. *Anais...* 2004.
- EBERHART, A. C.; MOORE, W.; ROENFELD, R. Security pricing and deviations from the absolute priority rule in bankruptcy proceedings. *The Journal of Finance*, v. 45, n. 5, p. 747-769, 1990.
- EBERHART, A. C.; SENBET, L. W. S. Absolute priority rule violations and risk incentives for financially distressed firms. *Financial Management*, v. 22, n. 3, p. 101-116, 1993.
- FMI. *International Financial Statistics*, 2004.
- FRANKS, J.; TOROUS, W. An empirical investigation of U.S. firms in reorganization. *Journal of Finance*, v. 44, n. 3, p. 747-769, Jul. 1989.
- GREENWOOD, J.; JOVANOVIĆ, B. Financial development, growth and income distribution. *Journal of Political Economy*, v. 98, p. 1.076-1.107, 1990.
- HART, O. *Different approaches to bankruptcy*. 1999 (Working paper, n. 1.903).
- HART, O. et al. A new bankruptcy procedure that uses multiple auctions. *European Economic Review*, v. 41, p. 461-473, 1997.
- JACKSON, T. H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1986.
- KING, R. G.; LEVINE, R. Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, v. 32, p. 513-542, 1993.
- LA PORTA, R. et al. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p. 1.131-1.150, 1997.
- . Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1.113-1.155, 1998.
- LEVINE, R.; LOAYZA, N.; BECK, T. Financial intermediation and growth: causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, v. 46, p. 31-77, 2000.
- LO PUCKI, L.; WHITFORD, W. Bargaining over equity's share in the bankruptcy reorganization of large, publicly held companies. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 139, p. 125-196, 1990.

POVEL, P. Optimal “soft” or “tough” bankruptcy procedures. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 15, p. 659-684, 1999.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach. *The Journal of Finance*, v. 47, n. 4, p. 1.343-1.366, 1992.

WEBB, D. C. An economic evaluation of insolvency procedures in the United Kingdom: does the 1986 insolvency act satisfy the creditors’ bargain? *Oxford Economic Papers*, v. 43, n. 1, p. 139-157, 1991.

WHITE, M. Corporate bankruptcy as a filtering device: chapter 11 reorganization and out-of court debt restructuring. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 10, p. 268-295, 1994.

(Originais recebidos em abril de 2006. Revistos em junho de 2006.)