

A nova lei de falências brasileira: primeiros impactos

ALOISIO ARAUJO
BRUNO FUNCHAL*

The goal of this paper is to analyze the premiere effects of the New Brazilian Bankruptcy Law, measuring its impact over the amount of bankruptcies and judicial reorganizations, and the firms' access to credit. Making use of econometric models we find that the amount of bankruptcies (requested and decreed) suffered a strong and immediate impact, reducing it in a significant way as well as the requirement of judicial reorganizations. Finally, using sectorial aggregated credit data, we find an expansion of the credit market, mainly to commercial, rural and services sectors. Additionally we did not evidence changes at the average interest rate charged to firms.

Keywords: credit; bankruptcy; law.

Jel Classification:

INTRODUÇÃO

No dia 9 de junho de 2005 a nova legislação que regula o processo falimentar brasileiro foi implementada. A Lei n° 11.101/05 tinha por principal objetivo modernizar processo de insolvência brasileiro, que não se fazia mais compatível com a dinâmica econômica atual, tampouco atendia ao anseios inerentes a uma legislação falimentar contemporânea.

O presente artigo visa estimar e analisar os primeiros efeitos da nova lei de falências sobre o ambiente econômico, mais especificamente sobre o número de falências decretadas e requeridas, sobre o número de pedidos de recuperação judicial e também sobre o mercado de crédito brasileiro. Para isso avaliamos empiri-

* Respectivamente, EPGE/FGV-RJ e IMPA. E-mail: aloisioa@fgv.br. e Professor titular da FUCEPE Business School. E-mail: bfunchal@fucepe.br. Os autores agradecem aos pareceristas anônimos por suas valiosas observações. Submetido: Fevereiro 2007; Aprovado: Fevereiro 2008.

camente o comportamento das variáveis de interesse no período pré e pós-implementação da nova lei. Como resultado, encontramos uma queda no número de falências (decretadas e requeridas) e no número de recuperações/concordatas pedidas. Em relação ao acesso ao crédito das firmas nacionais ficou evidenciada uma expansão do mercado de crédito para três dos quatro setores estados (comercial, serviços e rural). Porém, quando analisamos o efeito sobre o custo do crédito (taxas médias mensais de juros a pessoas jurídicas) não foi encontrado nenhum efeito significativo. Esse resultado pode ser explicado pela entrada de novas firmas no mercado de crédito. As firmas que eram anteriormente restritas ao crédito se endividam a taxas maiores que a média, o que elimina o efeito de uma redução na taxa das firmas que já estavam inseridas no mercado.

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

Uma reforma anterior à brasileira, de muita importância para a região lati-

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

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

A NOVA LEI DE FALÊNCIAS

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

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

No Brasil, o antigo processo de insolvência era muito demorado, levando em média 10 anos para ter todo o procedimento concluído, sendo o mais lento do mundo, muito maior do que a média da América Latina, de 3 anos e 7 meses.

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

A falta de transparência e o até então chamado problema da sucessão, 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 tinha efeito prático na eliminação de qualquer proteção a outros tipos de credores. As dificuldades intrínsecas a esse procedimento gravavam um uso informal do sistema, promovendo acordos consensuais extrajudiciais.

Porém, a falta de um suporte legal a essas negociações atrapalhava esse tipo de acordo.

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

1. direito dos credores são fracamente protegidos devido principalmente à preferência dada aos direitos trabalhistas e fiscais;
2. incentivos distorcidos e falta de mecanismos efetivos para apoiar a reestruturação corporativa resultam em altas taxas de fechamento de firmas potencialmente viáveis;
3. problema da sucessão reduzia o valor da firma falida;
4. alto custo e tempo excessivo gasto no fechamento de firmas economicamente inviáveis.

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

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

Note que as três primeiras mudanças citadas acima aumentam o nível de proteção dos credores, gerando efeitos positivos sobre o custo do crédito para as firmas que estão no mercado, além de expandir o volume de crédito concedido. A mudança de prioridade dos credores segurados que passam à frente do FISCO e de parte dos créditos trabalhistas tendem a ter um forte impacto sobre o mercado de crédito. A antiga ordem de prioridades gerava severas ineficiências. Com a prioridade do FISCO, credores tendiam a reduzir ainda mais o crédito para firmas

que apresentam algum sinal de dificuldades financeiras, dado que a taxa de recuperação da dívida era muito baixa. Com isso, tais firmas então se financiavam com o atraso no pagamento dos impostos, e como estes têm prioridade sobre os credores, o aumento da dívida fiscal assustava ainda mais os credores e assim por diante, colapsando o crédito para muitas firmas com problemas financeiros e consequentemente dificultando sua sobrevivência. Além disso, devido à baixa expectativa de recuperação de dívida por parte dos credores, as taxas cobradas pelos empréstimos às firmas que estão começando negócios tendem a ser mais caras de forma a incorporar tal prêmio de risco. A prioridade ilimitada dada às dívidas trabalhistas abria espaço para possibilidades de fraudes por parte dos donos, gerentes e diretores da firma que criavam mecanismos de forma a receber, como trabalhadores, grandes somas - através de parentes ou amigos -, prejudicando o recebimento dos próprios empregados e dos credores com prioridades subsequentes. Com isso, a taxa de recuperação da dívida por parte dos credores segurados era próxima de zero, o que gerava dois graves problemas: primeiro, reduzia o incentivo ao monitoramento do processo de falência, tornando-o menos eficiente e suscetível a fraudes; segundo aumentava o custo do empréstimo para as firmas em geral. A terceira e a quarta mudanças fazem o valor das firmas nos estados de bancarrota aumentar, assim, quanto mais os credores esperam receber nos estados de insolvência, menor a quantia estes irão requerer da firma nos estados de solvência, reduzindo o custo do crédito. A sexta mudança é importante para reduzir custos indiretos que podem existir num processo de reorganização, onde os parceiros da firma insolvente poderiam ficar mais relutantes em fazer negócios ou demandar termos mais favoráveis. Esse fator faz aumentar tanto o retorno do credor em caso de insolvência, quanto a chance de sucesso da reestruturação¹.

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

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

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

termos mais favoráveis, reduzindo desta forma os custos indiretos originados pela situação de insolvência.

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

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

PRIMEIROS RESULTADOS DA NOVA LEI: FALÊNCIAS E RECUPERAÇÕES JUDICIAIS

Nesta seção serão discutidas as primeiras consequências da nova lei. Primeiramente, será discutido o efeito direto da nova lei no número de pedidos de falências e falências decretadas, para então finalmente analisar o efeito sobre as recuperações judiciais.

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

Para mensurar o impacto da Nova Lei de Falências estimamos uma regressão linear (equação 1) onde a variável dependente serão as variáveis acima citadas e a principal variável independente é uma dummy (*dlei*) que tem valores zero para o período antes da reforma da lei e 1 para o período após a reforma da lei, de modo a capturar o efeito de tal mudança⁴.

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

Os controles utilizados que estão representados na equação por X_t são: a va-

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

⁴ Uma vez que a teoria assintótica não é válida para modelos com variáveis binárias a estatística t não é mais válida e portanto a inferência em amostras finitas também será utilizada. Por conta disso, em todas as regressões também foram utilizadas técnicas de *bootstrap*.

riável dependente defasada em um período⁵, a variação do PIB dessazonalizado e suas defasagens, taxa de juros (SELIC), variação da taxa de câmbio e suas defasagens e um índice de inflação (utilizaremos o IGP-M dado que estamos trabalhando com firmas)⁶.

Utilizamos a variação percentual do PIB e suas defasagens para controlar os efeitos gerados pelos ciclos econômicos. Da mesma forma, foi utilizada a variação percentual do câmbio e suas defasagens para controlar problemas gerados pela variação da moeda, como por exemplo o aumento dos custos de produção em alguns setores devido à valorização cambial, ou até mesmo a queda na receita dos exportadores devido à uma forte desvalorização do câmbio⁷. O uso da taxa SELIC na regressão é justificada, a fim de controlar o efeito da evolução do custo da dívida das firmas no volume agregado de falências e concordatas. Finalmente, os índices de inflação estão sendo considerados de forma a eliminar o efeito da variação geral de preços sobre nossa variável de interesse.

Desta forma, nosso parâmetro γ nos dá uma estimação do efeito da reforma da lei de falências, considerando a influência de todos os fatores citados acima como controles.

Porém, há uma questão econométrica importante a ser analisada: deveríamos considerar a mudança na lei de falências um choque exógeno? Em outras palavras, será que a lei gerou um impacto no número de falências e no crédito ou o crédito e as falências geraram uma mudança na lei? Leis, em geral, são variáveis muito estáveis no tempo. De fato, não será feito o uso de instrumentos de forma a garantir a direção da causalidade, porém dado todo o processo de discussão da lei de falências, podemos sugerir (mas não garantir) uma relação causal.

A reforma da lei de falências brasileira começou a ser discutida em 1993 quando o Executivo desenhou uma proposta de mudança na lei que foi vista com ceticismo por muitos especialistas, dado que visava salvar as firmas em dificuldades financeiras a qualquer custo. Em 2001 novamente iniciou-se o processo de discussão de reforma da lei, porém, por questões políticas, a nova lei acabou não sendo implementada. Somente em 2003 uma nova discussão deu início ao processo de reforma, concluído em junho de 2005. É possível percebermos que a implementação da reforma em si é praticamente determinada por fatores de economia política, além de ser possível observar que nas épocas de

⁵ Sem a inclusão da variável dependente defasada em um período, os resíduos da regressão apresentariam autocorrelação e esta pode ser fruto de má especificação do modelo. Neste caso, os erros-padrão robustos não são válidos, pois os estimadores de MQO são inconsistentes. Por exemplo, suponha que o modelo “verdadeiro” seja $y_t = \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 x_t + \beta_3 x_{t-1} + u_t$, onde $u \sim \text{IID}(0, \sigma^2)$, mas que o econometrista tenha decidido estimar o seguinte modelo $y_t = \delta_1 x_t + \delta_2 x_{t-1} + v_t$. Nesse caso $v_t = \beta_1 y_{t-1} + u_t$, será autocorrelacionado e dado que $E(x_t - 1) \neq 0$, os estimadores de MQO seriam inconsistentes. Os autores agradecem a parecerista anônimo esta observação.

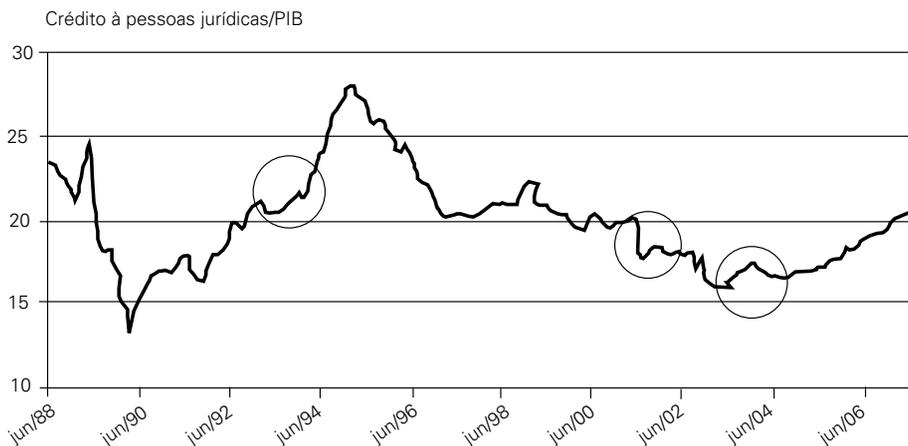
⁶ Fonte: www.ipeadata.gov.br.

⁷ Consideramos a variação do PIB e do câmbio, uma vez que estas são variáveis não estacionárias.

discussão de uma nova lei de falências nossas variáveis de interesse não apresentavam uma tendência similar. Por exemplo, a variável crédito a pessoas jurídicas/PIB em 1993 estava com uma tendência de aumento, enquanto em 2001 e em 2003 apresentava uma tendência de queda e de estabilidade respectivamente (veja Figura 1).

Assim, apesar de todo o resultado encontrado representar uma correlação entre a nova lei de falências e a variável de estudo, podemos sugerir que a lei é quem está causando um impacto em nossas variáveis de interesse.

Figura 1: Evolução da razão crédito à pessoas jurídicas/PIB



Fonte: SERASA

Falências Decretadas

A Figura 2 ilustra a evolução do número de falências decretadas no Brasil. Note que o patamar do número de quebras antes da implementação da Nova Lei de Falências era alto e constante, apesar de instável. Com a nova lei, uma tendência de queda foi verificada passando de uma média de 318 quebras no período dos 12 meses anteriores à implementação da nova lei para uma média de 181, o que significa uma redução de aproximadamente 43%. Na capital do Estado de São Paulo o comportamento foi bastante parecido, onde foi observada uma redução de mais de 37%.

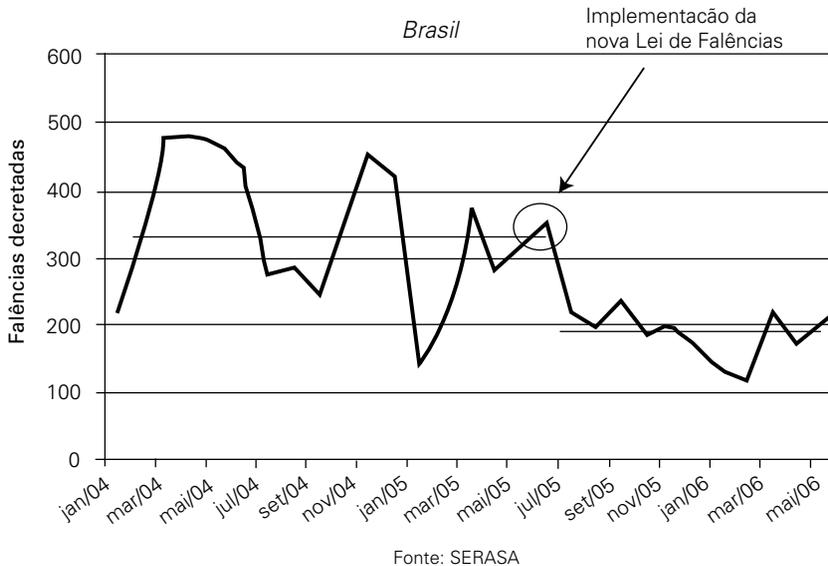
Para estimar o impacto da Nova Lei de Falências sobre o número de falências decretadas utilizamos a forma reduzida representada pela equação 1, onde a variável dependente é o número dessazonalizado de falências decretadas no país em São Paulo Capital. As colunas 1 e 2 da tabela 1 reportam os resultados para a amostra de nível nacional, usando técnicas de inferência assintótica e em amostra finita respectivamente⁸. O resultado – significativo ao nível de 1% – indica que a

⁸ Em todos os casos serão utilizados ambos os procedimentos.

nova lei proporcionou uma queda de aproximadamente 148 falências por mês, o que significa uma redução média de aproximadamente 46% em relação ao período de junho de 2004 a junho de 2005. As colunas 3 e 4, que reportam os resultados para São Paulo Capital, indicam que a nova lei reduziu em aproximadamente 12 o número de falências decretadas, também ao nível de significância de 1%. Neste caso, a redução média foi de aproximadamente 26% em relação ao período de junho de 2004 a junho de 2005⁹.

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

Figura 2: Número de falências decretadas



⁹ Testes de especificação foram feitos para ambas as regressões baseadas na teoria assintótica. Para o caso Brasil, os resíduos não apresentaram autocorrelação serial nem heterocedasticidade, além de serem normalmente distribuídos. Porém, para o caso São Paulo, os resíduos apresentaram não-normalidade e autocorrelação serial. Para a correção desse problema foi utilizada a matriz de variância-covariância de Newey-West.

Tabela 1: Regressão de mínimos quadrados: falências decretadas

Variável Independente	País		São Paulo Capital	
	Assintótica	Amostra finita	Assintótica	Amostra finita
	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
Constante	124.17 ^c (74.00)	126.12 (85.32)	10.95 ^c (6.6)	10.95 ^b (8.03)
d_Lei	-148.68 ^a (34.52)	-147.71 ^a (30.33)	-11.72 ^a (4.00)	-11.72 ^a (5.80)
Falências Decretadas(-1)	0.164 (0.13)	0.17 (0.12)	0.810 ^a (0.06)	0.810 ^b (0.06)
varPIB	170.27 (689.46)	73.36 (679.04)	219.80 ^a (83.43)	219.80 ^a (86.13)
varPIB(-1)	273.73 (676.64)	86.27 (186.06)	-283.45 ^a (79.75)	-283.45 (86.24)
Taxa de juros (SELIC)	136.85 ^a (48.68)	135.21 ^a (52.24)	5.24 (3.48)	5.24 (3.31)
Inflação (IGP-M)	-7.06 (11.50)	-5.36 (13.15)	-1.11 (1.91)	-1.11 (2.01)
varcâmbio	502.72 ^a (169.48)	484.82 ^b (200.00)	-10.58 (15.96)	-10.58 (21.94)
varcâmbio(-1)	95.9 (186.36)	0 (47.31)	1.4 (27.29)	1.4 (36.78)
Observações	59	59	143	143
Estatística Durbin-Watson	2.10		2.51	
Teste de Heterocedasticidade de White (Prob)	0.33		0.35	
Teste de Normalidade de Jarque-Bera (Prob)	0.24		0	
R-quadrado	0.88	0.88	0.77	0.77

Nota: a=significativo a 1%; b= significativo a 5%; c= significativo a 10%.
Erros-padrão entre parênteses.

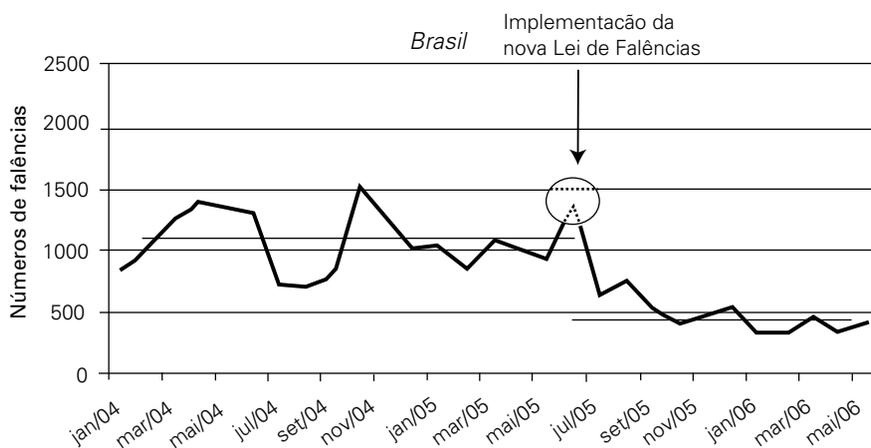
Falências requeridas

Analisando os dados sobre falências requeridas, a Figura 3 ilustra sua evolução no país desde janeiro de 2004 a novembro de 2006. Note que, assim como o número de quebras, o patamar do número de pedidos antes da implementação da Nova Lei de Falências era alto e constante, apesar de instável. Com a nova lei, uma tendência de queda foi verificada passando de uma média de 1040 pedidos no período dos 12 meses anteriores à implementação da nova lei para uma média

de 423, o que significa uma redução de aproximadamente 59%. Em São Paulo Capital o efeito foi semelhante, com uma redução de mais de 36%.

Estimamos o impacto da Nova Lei de Falências sobre o número de falências requeridas da mesma forma feita anteriormente, utilizando a forma reduzida representada pela equação 1, onde a variável dependente é o número dessazonalizados de falências requeridas no país e em São Paulo. As colunas 1, 2 e 3, 4 da Tabela 2 indicam uma redução de 519 e 47 falências requeridas no Brasil e em São Paulo, respectivamente, originados pela implementação da nova lei. Para o Brasil, estes números representam uma redução média de 50% no número de pedidos de falências em relação ao período de junho de 2004 a junho de 2005. Já em São Paulo a redução média foi menor, chegando a 15%¹⁰.

Figura 3: Número de falências requeridas



Fonte: SERASA

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

¹⁰ Assim como para o caso de falências decretadas, testes de especificação foram feitos para ambas as regressões. Para o caso Brasil, os resíduos não apresentaram autocorrelação serial nem heterocedasticidade, além de serem normalmente distribuídos. Porém, para o caso São Paulo, os resíduos apresentaram heterocedasticidade e autocorrelação serial. Para a correção desse problema foi utilizada a matriz de variância-covariância de Newey-West, que é robusta a heterocedasticidade e autocorrelação serial.

Tabela 2: Regressão de mínimos quadrados: falências requeridas

Variável Independente	País		São Paulo Capital	
	Assintótica	Amostra finita	Assintótica	Amostra finita
	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
Constante	35.12 (167.87)	34.85 (182.31)	-28.58 (18.45)	-28.58 (23.38)
d_Lei	-518.93 ^a (96.48)	-518.99 ^a (110.32)	-46.94 ^a (17.98)	-46.94 ^b (22.96)
Falências Requeridas(-1)	0.32 ^a (0.11)	0.32 ^a (0.12)	0.90 ^a (0.02)	0.90 ^a (0.03)
varPIB	-1258.56 ^a (1765.39)	-1250.39 (1297.65)	856.46 ^b (341.88)	856.46 ^a (331.71)
varPIB(-1)	-23.14 (1635.7)	1046.66 ^b (473.67)	-487.76 ^c (286.74)	-487.76 ^c (276.48)
Taxa de juros (SELIC)	590.7 (145.37)	590.85 ^a (128.53)	51.16 ^a (9.69)	51.16 ^a (13.52)
Inflação (IGP-M)	24.93 (29.78)	24.8 (27.45)	-3.47 (6.81)	-3.47 (9.19)
varcâmbio	1491.07 ^a (420.7)	1492.59 ^a (360.67)	-239.69 ^b (107.99)	-239.69 ^c (137.29)
varcâmbio(-1)	1045.98 ^b (448.53)	0 (298.66)	7.49 (90.86)	7.49 (145.66)
Observações	59	59	143	143
Estatística Durbin-Watson	2.14		2.52	
Teste de Heterocedasticidade de White (Prob)	0.68		0.01	
Teste de Normalidade de Jarque-Bera (Prob)	0.75		0.07	
R-quadrado	0.9	0.9	0.46	0.46

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

Erros-padrão entre parênteses.

Porém, como podemos observar pela Figura 3, houve um aumento visível no número de requerimentos de falência no mês exato da implementação desta. A explicação para tal fato é que agentes teriam reagido estrategicamente às novas mudanças e, portanto, nos dias que antecederam o início da validade da nova lei, devedores poderiam ter antecipado pedidos que seriam possivelmente feitos em meses posteriores. Um exemplo de incentivo à antecipação no pedido de falências é a nova exigência legal para a quebra do devedor, que é não pagar obrigações que ultrapassem 40 salários mínimos na data do pedido. Essa novidade possivelmente estimulou muitos credores – com valores a receber abaixo do determinado – a requererem a falência de seus devedores e isso de certa forma influi no resultado empírico, subestimando-o. Para testar se tal ação estratégica teve um efeito realmente significativo, faremos um *teste de placebo*, que nada mais é do que re-estimar a equação (reg1) adicionando a variável *dlei(-1)*, isto é, a variável que representa a

implementação da nova lei defasada de um período. A nova equação a ser estimada é então:

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

Os resultados reportados pela Tabela 3 não indicam a existência de ações estratégicas tanto a nível nacional quanto para São Paulo. Assim, o teste de placebo indica que o efeito total da lei mensurado na Tabela 2 não estava sendo viesado para cima devido à uma ação estratégica das firmas¹¹.

Tabela 3: Teste de placebo (MQO): Falências requeridas

	País		São Paulo Capital	
	Assintótica	Amostra finita	Assintótica	Amostra finita
Variável Independente	Coefficientes	Coefficientes	Coefficientes	Coefficientes
Constante	41.18 (169.97)	41.63 (184.01)	-28.19 (18.6)	-28.19 (23.69)
d_Lei	-472.42 ^a (148.59)	-472.59 ^a (171.42)	-38.20 ^a (17.22)	-38.20 ^c (20.30)
d_Lei(-1)	-60.96 (147.14)	-60.62 (180.17)	-9.14 (13.11)	-9.14 (15.31)
Falências Requeridas(-1)	0.30 ^b (0.12)	0.30 ^b (0.14)	0.90 ^a (0.02)	0.90 ^a (0.03)
varPIB	-1257.85 (1780.82)	-1272.30 (1297.72)	858.60 ^b (345.17)	858.60 ^b (333.61)
varPIB(-1)	41.27 (1657.31)	0 (466.02)	-487.66 ^c (288.24)	-487.66 ^c (277.20)
Taxa de juros (SELIC)	602.00 ^a (149.16)	601.68 ^a (139.13)	51.21 ^a (9.76)	51.21 ^a (13.60)
Inflação (IGP-M)	23.23 (30.32)	23.49 (28.67)	-3.6 (6.86)	-3.6 (9.37)
varcâmbio	1486.30 ^b (424.53)	1483.66 ^a (370.00)	-240.04 ^b (108.45)	-240.04 ^c (137.41)
varcâmbio(-1)	1045.25 ^b (452.45)	1044.06 ^a (249.96)	7.23 (90.98)	7.23 (145.83)
Observações	59	59	143	143
Estatística Durbin-Watson	2.14		2.52	
Teste de Heterocedasticidade de White (Prob)	0.73		0.01	
Teste de Normalidade - Jarque-Bera (Prob)	0.74		0.07	
R-quadrado	0.9	0.9	0.46	0.46

Nota: a=significativo a 1%; b= significativo a 5%; c= significativo a 10%.
Erros-padrão entre parênteses.

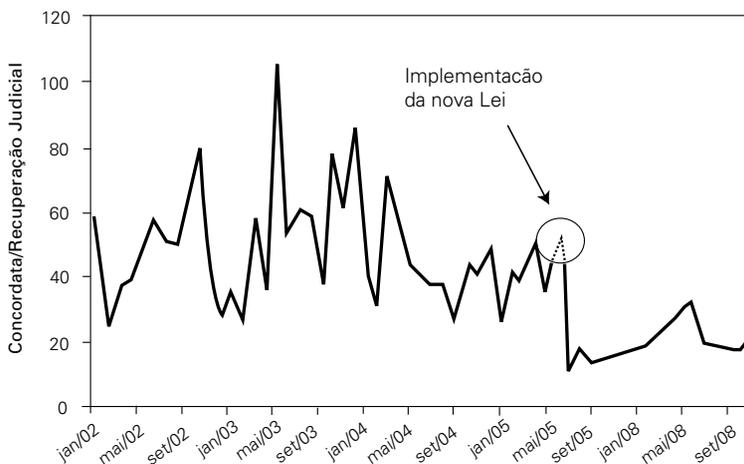
¹¹ Para o caso Brasil, os resíduos não apresentaram autocorrelação serial nem heterocedasticidade, além de serem normalmente distribuídos. Porém, para o caso São Paulo, os resíduos apresentaram heterocedasticidade e autocorrelação serial. Para a correção desse problema foi utilizada a matriz de variância-covariância de Newey-West, que é robusta a heterocedasticidade e autocorrelação serial.

Concordata e recuperações judiciais

Analisando os dados sobre concordatas/recuperações judiciais requeridas no Brasil em São Paulo, a Figura 4 ilustra sua evolução no país desde janeiro de 2002 a novembro de 2006. Note-se que o número de pedidos depois da implementação da Nova Lei de Falências não foi visivelmente alterado. A média mensal de pedidos no período dos 12 meses anteriores à implementação da nova lei era de 40 passando para 24 no período após sua implementação.

Estimando o impacto da Nova Lei de Falências sobre o número de concordatas/recuperações judiciais requeridas (Tabela 4) observamos que o efeito foi significativo ao nível de 1% para pedidos de recuperação em todo o país, indicando uma redução média de 22 pedidos de recuperação por mês no Brasil, enquanto o efeito em São Paulo não foi estatisticamente significativo. Isso significa que a nova lei contribuiu com uma redução média de mais de 60% no número de requerimentos de recuperação judicial em todo o Brasil se compararmos com a média mensal do ano anterior à implementação da nova lei¹².

Figura 4: Número de recuperações judiciais requeridas



Fonte: IEGV/ACSP

Os fatores explicativos para esse resultado são: primeiro, a maior participação dos credores tende a coibir pedidos desnecessários de recuperação devido ao risco de ser decretada a falência da empresa em caso de rejeição do plano de recuperação;

¹² Para o estudo de recuperações judiciais, no caso brasileiro, apesar de os resíduos não apresentarem autocorrelação serial, estes são heterocedásticos e, portanto, para a correção deste problema utilizamos a matriz de variância-covariância de White, que é robusta à presença de heterocedasticidade. Para o caso São Paulo, os resíduos apresentaram tanto heterocedasticidade quanto autocorrelação serial. Para a correção desse problema foi utilizada a matriz de variância-covariância de Newey-West, que é robusta a heterocedasticidade e autocorrelação serial.

segundo, incertezas em relação ao novo procedimento, pois é mais complexo que o anterior; e terceiro, a regulamentação dos acordos extrajudiciais permite que firmas se reestruturarem sem os custos judiciais, reduzindo a necessidade recorrer a corte.

Tabela 4: Regressão de MQO: Concordatas/Recup. judiciais requeridas

	País		São Paulo Capital	
	Assintótica	Amostra finita	Assintótica	Amostra finita
Variável Independente	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
Constante	27.50 ^b (12.74)	26.53 ^c (13.78)	-5.50 ^a (2.07)	-5.50 ^b (2.18)
d_Lei	-22.48 ^a (4.4)	-22.36 ^a (5.06)	-1.07 (0.76)	-1.07 (0.81)
Concordatas Requeridas(-1)	0.16 (0.14)	0.16 (0.16)	0.44 ^a (0.1)	0.44 ^a (0.1)
varPIB	-61.22 (113.54)	-34.41 (117.35)	-24.78 (24.43)	-24.78 (29.85)
varPIB(-1)	-69.63 (108.06)	-35.63 (37.03)	-3.33 (24.39)	-3.33 (28.53)
Taxa de juros (SELIC)	10.74 (9.64)	10.91 (9.93)	7.09 ^a (2.13)	7.09 ^a (1.92)
Inflação (IGP-M)	-1.39 (2.01)	-1.83 (2.38)	-0.46 (0.41)	-0.46 (0.52)
varcâmbio	58.15 ^b (26.19)	62.37 ^b (31.34)	9.19 (8.69)	9.19 (11.86)
varcâmbio(-1)	34.21 (29.22)	0 (7.41)	3.35 (6.23)	3.35 (6.75)
Observações	59	59	143	143
Estatística Durbin-Watson	2.13		2.48	
Teste de Heterocedasticidade de White (Prob)	0.02		0.00	
Teste de Normalidade - Jarque-Bera (Prob)	0.00		0.00	
R-quadrado	0.6	0.6	0.78	0.78

Nota: a=significativo a 1%; b= significativo a 5%; c= significativo a 10%.
Erros-padrão entre parênteses.

EFEITOS SOBRE O CRÉDITO

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

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

H2- Mercado de capitais competitivo.

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

H4– Credores e firmas são neutros ao risco.

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

Supondo-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 para a firma um valor v no futuro, onde se $v \geq F$ a firma estará solvente, caso contrário, $v < F$, a firma estará insolvente. Como apenas esses dois resultados interessam para a análise, supomos dois estados da natureza possíveis no futuro: solvência e insolvência.

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

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

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

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

$$\begin{aligned} I &= p_{solv} F + (1 - p_{solv})(v_{ins} - c); \\ F &= \frac{I - (1 - p_{solv})(v_{ins} - c)}{p_{solv}} \end{aligned} \quad (3)$$

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

Dados recentemente publicados pelo *Doing Business* do Banco Mundial apontam uma melhora significativa em indicadores de eficiência da Lei de Falências brasileira. Foi constatada uma queda acentuada no tempo médio do procedimento de insolvência, que baixou de uma média de 10 anos para 4 anos, se aproximando da média latino-americana que é de 2,6 anos. Um efeito imediato trazido

pela redução do tempo no procedimento de falência foi o aumento significativo da taxa de recuperação dos credores, aumentando em aproximadamente 60 vezes o valor recuperado de uma firma insolvente, saindo de 0,2 centavos recuperados por dólar para 12,1 centavos por dólar¹³.

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

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

$$W = p_{sob} v_{sob} + (1 - p_{sob})(v_{ins} - c) - I \geq 0 \quad \text{e} \quad (4)$$

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

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

$$E_{sob}(v) = \frac{I - (1 - p_{sob}) E_{ins}(v - c)}{p_{sob}} \quad (5)$$

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

Resultados empíricos

Os dados referentes ao crédito para pessoa jurídica são disponibilizados pelo Banco Central do Brasil¹⁴. Serão utilizadas duas variáveis distintas para a análise da influência da nova lei no crédito, são elas: razão crédito para pessoa jurídica/ PIB que está segregado em quatro grupos – comércio, indústria, serviços e rural – e

¹³ Ver Araujo e Funchal (2006) para mais detalhes do efeito potencial da eficiência do processo de falência na taxa de recuperação dos credores.

¹⁴ www.bcb.gov.br.

taxas médias mensais (consolidadas: prefixadas, pós-fixadas e flutuantes) de juros a pessoas jurídicas¹⁵.

Observando dados referentes à evolução da razão crédito às pessoas jurídicas/ PIB no Brasil para o período de janeiro de 2004 a novembro de 2006 nota-se que de janeiro de 2004 a maio de 2005 a razão pouco variava, não passando de 19%. Com a nova lei, em dezembro de 2006, o volume de crédito a pessoas jurídicas atingiu o patamar recorde de 22,4% do PIB, passando de uma média de 18,55% do PIB no período dos 12 meses anteriores à implementação da nova lei para uma média de 20,5% do PIB, o que significa um aumento de aproximadamente 10,5%.

É importante ressaltar que não é normal observar uma mudança muito brusca dessa variável se comparado com o número de falências. Isso porque apenas parte do estoque de crédito foi renovado nesse período, sendo que muitos deles foram obtidos antes da implementação da nova lei, sem levar em consideração a adaptação dos agentes à nova lei.

Para estimar o impacto da Nova Lei de Falências sobre o crédito a pessoas jurídicas, continuaremos a utilizar a forma reduzida representada pela equação 1. Porém, diferentemente da seção anterior, adicionaremos mais um controle à nossa regressão. O controle adicional é o índice de Herfindahl (HHI) para o setor bancário, que é importante para controlarmos o efeito de aumento (ou redução) de concorrência no setor bancário sobre o crédito.¹⁶

Tabela 5: Regressão de mínimos quadrados ordinários: crédito a pessoas jurídicas

Variável Independente	Comércio		Indústria	
	Assintótica	Amostra finita	Assintótica	Amostra finita
Constante	0.12 ^a (0.04)	0.12 ^a (0.04)	0.65 ^a (0.138)	0.66 ^a (0.139)
d_Lei	0.04 ^b (0.02)	0.04 ^b (0.02)	-0.02 (0.023)	-0.02 (0.022)
Crédito(-1)	0.96 ^a (0.02)	0.96 ^a (0.02)	0.90 ^a (0.023)	0.90 ^a (0.023)
varPIB	-0.02 (0.25)	-0.02 (0.29)	-0.84 (0.54)	-0.84 (0.6)
varPIB(-1)	-0.09 (0.2)	-0.09 (0.25)	0.048 (0.52)	0.048 (0.57)
Taxa de juros (SELIC)	0.02 (0.013)	0.02 (0.015)	0.001 (0.019)	0.001 (0.021)
Inflação (IGP-M)	-0.01 ^c (0.007)	-0.01 ^c (0.007)	-0.046 ^a (0.013)	-0.046 ^a (0.013)

continua na página 209

¹⁵ Operações de crédito do sistema financeiro privado. Dados referentes à razão Crédito/PIB e taxa de juros vão desde janeiro de 1995 a novembro de 2006 e de junho de 2000 a novembro de 2006, respectivamente.

¹⁶ O índice de Herfindahl do setor bancário foi extraído de Nakane (2004) e Santos (2005).

continuação

varcâmbio	0.18 ^a (0.05)	0.18 ^c (0.09)	1.58 ^a (0.19)	1.58 ^a (0.23)
varcâmbio(-1)	-0.11 (0.06)	-0.11 (0.11)	0.19 (0.22)	0.19 (0.26)
HHI	-0.47 ^b (0.24)	-0.47 ^b (0.24)	0.12 (0.36)	0.12 (0.39)
Observações	143	143	143	143
Estatística Durbin-Watson	2.10		2.23	
Teste de Heterocedascidade de White (Prob)	0.69		0.27	
Teste de Normalidade de Jarque-Bera (Prob)	0.00		0.00	
R-quadrado	0.98	0.98	0.95	0.95
	Serviços		Rural	
	Assintótica	Amostra finita	Assintótica	Amostra finita
Variável Independente	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
Constante	0.79 ^b (0.3)	0.79 ^b (0.35)	0.18 ^a (0.057)	0.18 ^a (0.059)
d_Lei	0.12 ^b (0.05)	0.12 ^b (0.056)	0.06 ^b (0.025)	0.06 ^b (0.026)
Crédito(-1)	0.84 ^a (0.06)	0.84 ^a (0.07)	0.92 ^a (0.02)	0.92 ^a (0.022)
varPIB	-0.15 (0.4)	-0.15 (0.45)	0.33 (0.46)	0.33 (0.51)
varPIB(-1)	-0.86 ^c (0.44)	-0.86 ^c (0.53)	0.23 (0.28)	0.23 (0.34)
Taxa de juros (SELIC)	0.03 ^c (0.017)	0.03 ^c (0.02)	0.012 (0.014)	0.012 (0.014)
Inflação (IGP-M)	-0.04 ^a (0.014)	-0.04 ^a (0.016)	-0.016 ^c (0.01)	-0.016 ^c (0.01)
varcâmbio	-0.27 (0.46)	-0.27 (0.59)	-0.032 (0.13)	-0.032 (0.18)
varcâmbio(-1)	0.05 (0.15)	0.05 (0.2)	-0.223 ^a (0.07)	-0.223 ^b (0.11)
HHI	-2.34 ^b (1.11)	-2.34 ^b (1.24)	-0.117 (0.34)	-0.117 (0.34)
Observações	143	143	143	143
Estatística Durbin-Watson	2.09		1.88	
Teste de Heterocedascidade de White (Prob)	0.17		0.09	
Teste de Normalidade - Jarque-Bera (Prob)	0.00		0.00	
R-quadrado	0.91	0.91	0.96	0.96

Nota: a=significativo a 1%; b= significativo a 5%; c= significativo a 10%.
Erros-padrão entre parênteses.

A Tabela 5 reporta o resultado para a razão crédito a pessoas jurídicas/PIB. O resultado – significativo ao nível de 5% – indica que a nova lei proporcionou um

aumento na razão crédito a pessoas jurídicas/PIB em termos absolutos para todas os setores (comercial, serviços e rural), exceto o industrial. A Tabela 6, que reporta o resultado para taxas de juros a pessoas jurídicas indica que a nova lei não teve um impacto estatisticamente significativo nas taxas de juros médias cobradas a pessoas jurídicas. Porém, esse resultado pode ser explicado pela entrada de novas firmas no mercado de crédito. Tais firmas, antes restritas ao crédito, se endividam a taxas maiores que a média, o que elimina o efeito de uma redução na taxa das firmas que já estavam inseridas no mercado.¹⁷

Tabela 6: Regressão de MQO: Taxa média mensal de juros à pessoas jurídicas

Variável Independente	Assintótica	Amostra finita
	Coefficientes	Coefficientes
Constante	5.69 ^b (2.53)	5.69 ^b (2.45)
d_Lei	0.001 (0.21)	0.001 (0.25)
Taxa Média mensal de juros a PJ(-1)	0.76 ^a (0.06)	0.76 ^a (0.08)
varPIB	-0.45 (9.46)	-0.45 (8.36)
varPIB(-1)	-10.11 ^c (6.00)	-10.11 (10.06)
Taxa de juros (SELIC)	2.63 ^a (0.86)	2.63 ^a (0.98)
Inflação (IGP-M)	0.18 (0.19)	0.18 (0.22)
varcâmbio	-9.63 ^a (3.21)	-9.63 ^a (4.11)
varcâmbio(-1)	-8.82 ^a (2.51)	-8.82 ^a (3.76)
HHI	27.54 (21.25)	27.54 (17.67)
Observações	143	143
Estatística Durbin-Watson	2.09	
Teste de Heterocedasticidade de White (Prob)	0.17	
Teste de Normalidade de Jarque-Bera (Prob)	0.00	
R-quadrado	0.91	0.91

Nota: a=significativo a 1%; b= significativo a 5%; c= significativo a 10%.
Erros-padrão entre parênteses.

¹⁷ Tanto para o estudo do crédito a pessoas jurídicas/PIB e taxa de juros, os resíduos apresentaram tanto heterocedasticidade quanto autocorrelação serial. Para a correção desse problema foi utilizada a matriz de variância-covariância de Newey-West, que é robusta a heterocedasticidade e autocorrelação serial.

CONCLUSÃO

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

Através de testes empíricos foi possível observar o comportamento do número de pedidos e decretos de falências, assim como o número de pedidos de concordata/recuperação judicial. Em relação à falência, foi observada uma forte e estatisticamente significativa tendência de queda tanto em seu requerimento quanto no número de quebras em si, reduzindo-os em 50% e 46%, respectivamente, em relação ao ano anterior, considerando todo o território nacional. Resultados similares foram encontrados para São Paulo. Dois fatores comuns a ambos os casos (pedidos e decretos) que explicam tal queda são: primeiro, o espírito da nova lei de salvar empresas economicamente viáveis foi rapidamente captado pelos juízes, incentivando pedidos de recuperação e reduzindo os de falência; e segundo, a regulamentação dos acordos extrajudiciais permite que firmas se reestruturem evitando suas quebras e reduzindo a necessidade de requerer a falência. Adicionando a esses dois fatores a nova exigência legal para a quebra do devedor, que é não pagar, no vencimento, obrigações líquidas materializadas em títulos ou títulos executivos protestados cuja soma ultrapasse o equivalente a 40 (quarenta) salários-mínimos na data do pedido, claramente o número de requerimentos de falência seria fortemente e automaticamente afetado pela nova lei, o que explica sua reação mais rápida e intensa à implementação desta. Com relação ao comportamento do número de pedidos de concordata/recuperação judicial, os resultados indicam uma redução de 60% para o Brasil. Isso ocorre porque, primeiro, a maior participação dos credores tende a coibir pedidos desnecessários de recuperação devido ao risco de ser decretada a falência da empresa em caso de rejeição do plano de recuperação; segundo, devido a algumas incertezas em relação ao novo procedimento, pois é mais complexo que o anterior; e finalmente porque a regulamentação dos acordos extrajudiciais permite que firmas se reestruturem sem os custos judiciais, reduzindo a necessidade recorrer a corte.

Apesar da propagação dos efeitos da lei de falências sobre o mercado de crédito ser lenta, ela já começa a ser observada. Estima-se uma expansão do mercado de crédito a pessoas jurídicas devido à implementação da nova lei de falências, principalmente para os setores comercial, rural e de serviços. Apesar de tal expansão do mercado de crédito, não ficou evidente o efeito de uma redução nas taxas de juros médias cobradas às pessoas jurídicas, como era esperado de acordo com o modelo teórico.

Finalmente, cabe destacarmos a importância da contínua busca pela melhora do processo, tornando-o cada vez mais eficiente. Tentar reduzir os custos inerentes ao processo e aprimorar ainda mais a proteção aos credores é fundamental. Com relação ao primeiro ponto destacado, sua importância vem pela existência de uma

forte relação entre os custos do processo de bancarrota e a receita originada deste, o que permite um aumento nos ganhos de todos os agentes envolvidos no processo sem perda para nenhuma das partes. Com relação à proteção aos credores é interessante ressaltar que, apesar das significativas mudanças na lei, um objetivo importante não foi atingido: a preservação da prioridade dos credores segurados sobre os ativos do devedor que foram dados como colateral no momento da criação dos contratos. A nova lei, diferente da prática mais utilizada internacionalmente, ainda considera que os ativos dados como garantias aos credores segurados devem pertencer ao devedor em caso de bancarrota, ao invés de serem transferidos imediatamente aos credores, como foi definido contratualmente¹⁸.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAUJO, A. e Funchal B. 2005: “Bankruptcy Law in Latin America: Past and Future”, *Journal Economics – The Journal of the Latin America and Caribbean Economic Association*, 6(1): 149-216.
- ARAUJO, A. e Funchal B. 2006: “Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito”, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 36(2): 209-254.
- BEBCHUCK, Lucian A. e Chang, H. F., 1992: Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization, *Journal of Law, Economics and Organization*, 8:253-279.
- BERGOEING, R., Kehoe, P. J., Kehoe, T. J., Soto, R. 2002: A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s, *Review of Economic Dynamics*, 5, 166-205.
- HART, O. 1999 Different Approaches to Bankruptcy, working paper nº 1903.
- LA PORTA, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 52(3): 1131-1150.
- LA PORTA, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R., 1998: Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106:1113-1155.
- NAKANE, Márcio L., 2004. Concorrência e Spread Bancário: uma Revisão da Evidência para o Brasil, *Working papers*, BACEN.
- SANTOS, T. B., 2005. “Concentração Bancária no Brasil e em Portugal”, Dissertação de mestrado, EPGE/FGV-RJ.

¹⁸ Hart (1999) já destacava as vantagens em preservar os contratos em caso de bancarrota: primeiro, ajuda a assegurar que credores recebam um razoável retorno em caso de bancarrota, o que os encoraja a emprestar; segundo, significa que estados de bancarrota e não bancarrota não são tratados de forma diferente.