

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

DÉBORA LÜMKE

A NOVA LEI DE FALÊNCIAS E O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

Porto Alegre

2013

DÉBORA LÜMKE

A NOVA LEI DE FALÊNCIAS E O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Lima

Porto Alegre

2013

DÉBORA LÜMKE

A NOVA LEI DE FALÊNCIAS E O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em: Porto Alegre, ____ de ____ de 2013.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Antônio Ernani Lima – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Marcelo Milan
UFRGS

Prof. Dr. Nelson Seixas dos Santos
UFRGS

RESUMO

As taxas de crédito em relação ao PIB no Brasil apresentaram um crescimento considerável no período recente. Contudo, em termos internacionais, os resultados deste mercado no Brasil ao longo da década de 90 até então foram relativamente baixos. O fenômeno sugere que existem fatores impactando a concessão de crédito além das circunstâncias macroeconômicas. Este trabalho parte do princípio de que as normas e leis que regulam este setor e o *enforcement* dessas leis é um desses fatores. O ambiente institucional do mercado de crédito brasileiro sofreu uma alteração em 2005. Neste ano foi decretada a lei Nº 11.101/05, que buscou modernizar os procedimentos de falência no Brasil. A hipótese do trabalho é a de que o crescimento da concessão de crédito observada no período recente foi em parte devido a esta mudança institucional. Para esta finalidade foi estimada uma regressão, utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários. A verificação empírica está de acordo com os demais estudos na área. Ao longo do trabalho é exposta também a teoria que prevê as diversas formas pelas quais a variável crédito e a lei de falências interagem.

Palavras Chave: Lei de falências. Mercado de crédito. Mudança institucional.

ABSTRACT

The ratio of credit operations to GDP in Brazil has experienced a considerable growth in the recent years. However, in a cross-country analysis, the results of the credit market in the past two decades have been considerably low. This evidence suggests that there are other factors affecting the supply of credit in addition to the macroeconomic variables. This paper assumes that the laws that affect this market and the rule of law may be two of those factors. In 2005 the country has reformed its bankruptcy code. The institutional change sought to modernize the bankruptcy proceedings in Brazil. The hypothesis in this study is that the growth in credit observed in the recent years was also a result of the institutional change. To verify that, a regression line is estimated, using the ordinary least squares method. The empirical verification is consistent with the findings of other studies in the subject. The study also exposes the theory that substantiates the hypothesis, as well as the ways in which these variables interact, as proposed by the theory.

Keywords: Bankruptcy Law. Credit Markets. Institutional Change.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Curva de retorno esperado pelo banco em função da taxa de juros.....	48
Figura 2 Retorno esperado da instituição financeira	49
Figura 3 Equilíbrio em mercados competitivos.....	51

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Crédito ao setor privado (% PIB)	10
Gráfico 2 Taxa de recuperação (centavos de US\$)	11
Gráfico 3 Evolução do Crédito ao setor privado(%PIB).....	43
Gráfico 4 Evolução da Inadimplência	45
Gráfico 5 Evolução do spread bancário.....	47

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Regressão MQO.....	57
Tabela 2 Teste Breusch- Godfrey.....	58
Tabela 3 Teste de White	58

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Avaliação das reformas da Lei de Falências, 2005 – 2007	15
---	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 A LEI DE FALÊNCIAS.....	13
2.1 CONTEXTO INTERNACIONAL DA REFORMA	13
2.2 A ANTIGA LEI DE FALÊNCIAS NO BRASIL	15
2.3 A LEI DE FALÊNCIAS E RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS	18
3 ANÁLISE ECONÔMICA DA LEI DE FALÊNCIAS	22
3.1 ANÁLISE TEÓRICA.....	26
3.1.1 Análise de eficiência <i>ex ante</i>	26
3.1.2 Análise de eficiência <i>ex post</i>	31
3.2 ANÁLISE EMPÍRICA	34
3.2.1 Estudos <i>cross-country</i>	35
3.2.2 Estudos realizados sobre o Brasil.....	40
4 O MERCADO DE CRÉDITO.....	42
4.1 HISTÓRICO.....	42
4.2 O EQUILÍBRIO NO MERCADO DE CRÉDITO	47
5 ANÁLISE ECONOMÉTRICA	54
5.1 FONTE DOS DADOS	54
5.2 O MODELO	56
6 CONCLUSÕES.....	59
REFERÊNCIAS	61

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho tem por objetivo verificar se a mudança na lei que rege os procedimentos de falências no Brasil impactou o mercado de crédito nacional, mais especificamente, o crescimento do volume de operações de crédito.

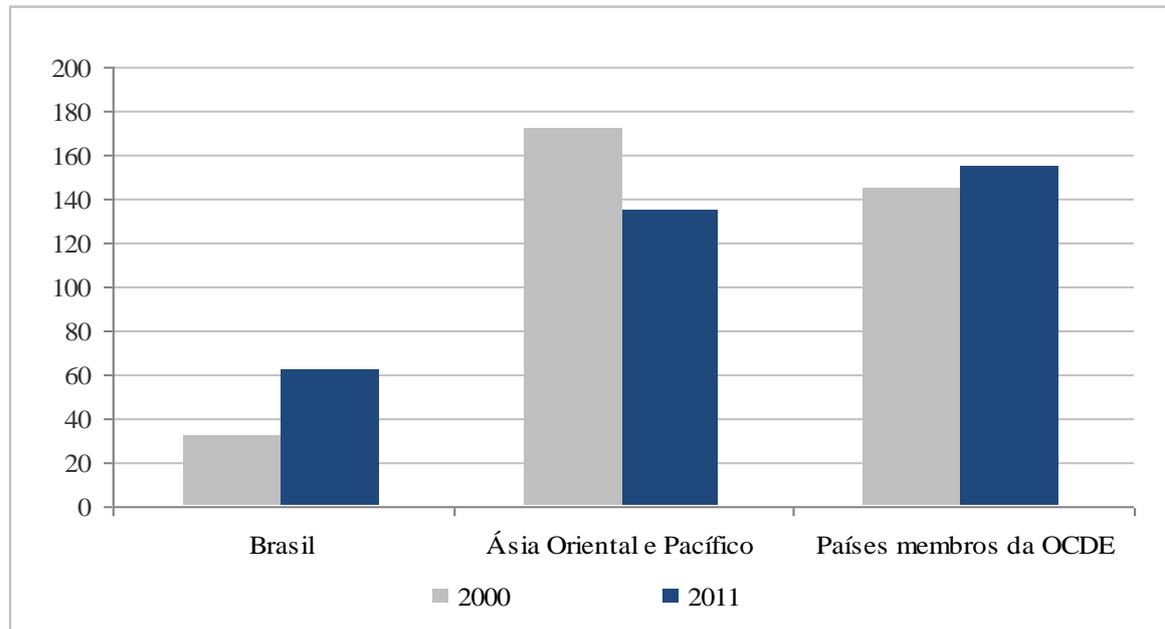
De modo geral, a lei de falências é o conjunto de normas pelo qual uma sociedade disciplina a situação de bancarrota das empresas, e em alguns países, de indivíduos. Este estado ocorre, em termos econômicos, quando as obrigações da instituição excedem os seus bens e meios de pagamento. Em termos jurídicos, a falência é proveniente de decisão judicial. No Brasil, a Lei de Falências e Recuperação de Empresas foi promulgada em 09 de fevereiro de 2005, e substituiu a Lei N^o 7.661, decretada em 21 de junho de 1945. A nova lei tem por objetivo disciplinar a recuperação judicial, a recuperação extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.

Mercado de crédito é o conceito dado para as operações de intermediação entre agentes deficitários e superavitários em um sistema financeiro. Essa intermediação é realizada por instituições financeiras, como bancos e cooperativas de crédito. É pelo mercado de crédito que é feita a realocação de recursos para o investimento das empresas, aumento do consumo, em consequência, aumento da produção e emprego na economia.

A questão desenvolvida neste trabalho surgiu a partir dos baixos índices de crédito em relação ao produto interno bruto (PIB) apresentados no Brasil. Conforme mostra o gráfico 1, em comparação aos países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e os países do leste asiático, as taxas de crédito ao setor privado brasileiras são relativamente baixas.

As explicações tradicionais para o baixo volume de crédito apresentado na economia brasileira são as altas taxas de juros e o cenário macroeconômico. As taxas de juros refletem a política monetária estabelecida pelo Banco Central, que foi contracionista por diversos períodos ao longo da história recente brasileira. O cenário macroeconômico é definido por fatores internos, como grau de desenvolvimento produtivo nacional, e fatores externos, como crises que se estendem para a nossa economia.

Gráfico 1 Crédito ao setor privado (% PIB)



Fonte: Elaboração própria. Total de crédito doméstico ao setor privado em relação ao PIB – Dados em unidades percentuais. Dados do Banco Mundial série *Domestic Credit to private Sector (% of GDP)* consulta em 2013.

Contudo, a persistência do baixo volume de crédito, em termos relativos, até o período recente, sugere que existem outros fatores impactando também esta variável. Vários estudos surgiram então para investigar quais seriam esses fatores. Como exemplo, Cabral e Pinheiro (1998) verificaram a possibilidade de o sistema judiciário brasileiro estar impactando a concessão de crédito. Os autores desenvolveram um índice que mede a ineficiência do judiciário, e os resultados apresentados mostram que um aumento do índice em um desvio-padrão acarreta numa contração de 23,9% do volume de crédito.

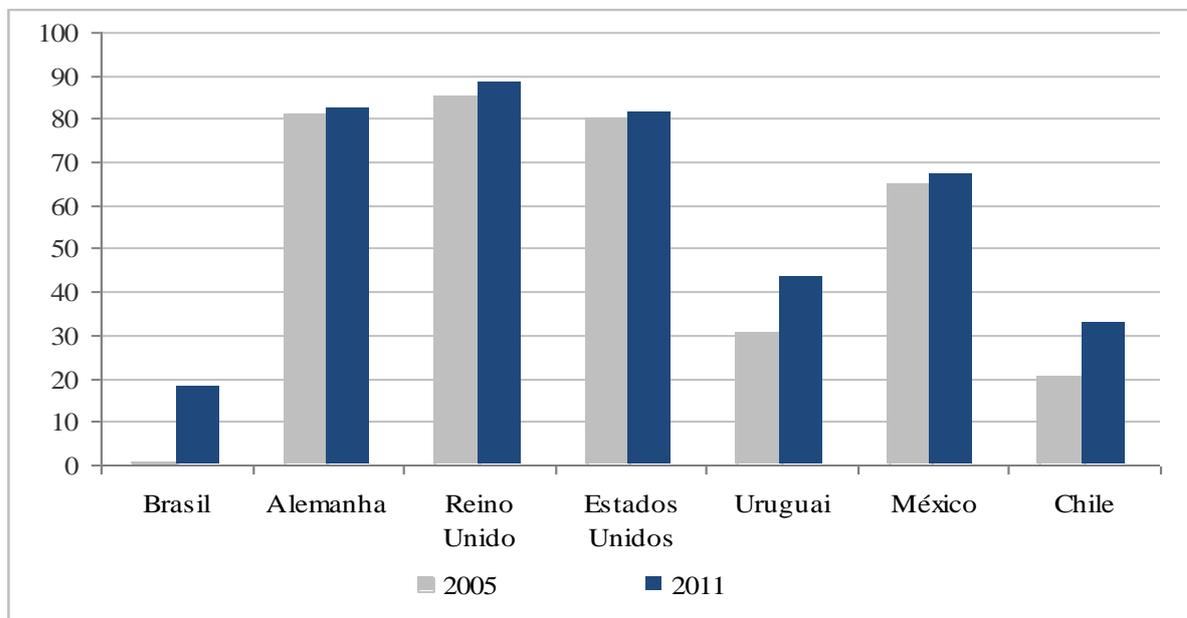
De modo geral, a linha seguida pelos autores argumenta que a falha institucional é uma variável com forte poder explicativo para o fenômeno dos baixos volumes de crédito. A falha institucional se refere ao conjunto de normas e leis que disciplinam os empréstimos bancários e a recuperação desses empréstimos em caso de inadimplência, insolvência ou eventual falência. Não só o formato dessas leis, mas também o *enforcement*, ou grau de eficiência na execução das mesmas por parte do sistema judiciário.

E de fato, os índices de recuperação de crédito no Brasil corroboram com essa hipótese. De acordo com os dados do relatório *Doing Business*, do Banco Mundial, em 2005,

para cada dólar devido, os credores conseguiam recuperar, em média, US\$ 0,4 centavos. O gráfico 2 faz a comparação entre o desempenho brasileiro e o de outros países.

Um dos marcos institucionais mais relevantes nesse sentido é a lei de falências do país. A lei prevê as medidas a serem adotadas na pior das situações, a insolvência, que por sua vez é uma das condições necessárias para que possa ser decretada a falência da firma. Se esse marco institucional oferece mecanismos que possibilitam, para os credores, uma maior chance de reaver valores, menor o nível geral de risco das operações de crédito. Os agentes irão responder com menores taxas de spread bancário, disponibilizar empréstimos a prazos mais longos e aumentar a oferta.

Gráfico 2 Taxa de recuperação (centavos de US\$)



Fonte: Elaboração própria. Série taxa de recuperação em centavos de dólar. Dados do Banco Mundial série proveniente do *Doing Business*, série *Resolving Insolvency: recovery rate* consulta em 2013.

A justificativa para o tema é reforçar as pesquisas sobre os fenômenos observados na economia, e mais especificamente no mercado de crédito, que consideram os aspectos institucionais fatores relevantes nesse sentido.

E de fato, os gráficos 1 e 2 sugerem que houve um aumento no volume de crédito e nas taxas de recuperação no período recente. A questão é se esta melhora foi também decorrente da mudança nas normas de falência. Contudo, este trabalho investiga apenas os fenômenos observados no mercado de crédito. Para este fim será desenvolvida uma regressão,

utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários, na qual, o crescimento é representado pelo logaritmo do volume de crédito no período entre janeiro de 2002 e setembro 2012 e é colocado como a variável dependente do modelo. As variáveis independentes incluem uma dummy, que é igual a 1 no período posterior a vigência da nova lei, e igual a zero nos demais períodos. A hipótese nula iguala o coeficiente da variável dummy a zero, e pôde ser rejeitada a um nível de significância de 5%.

O capítulo 2 apresenta o contexto internacional no qual se deu a alteração da lei, e segue apontando quais os aspectos mais relevantes que foram mudados pela nova lei para fins da análise proposta neste trabalho. O capítulo 3 investiga a relação existente entre a lei de falências e a economia, e esclarece os meios pelos quais esta afeta as expectativas dos agentes. O capítulo 4 descreve a história recente do mercado de crédito nacional, e apresenta a linha do pensamento econômico que estuda como é definida a oferta de crédito. O capítulo 5 contém a regressão de mínimos quadrados ordinários entre a variável crescimento da oferta de crédito e demais variáveis independentes. O capítulo 6 conclui o trabalho.

2 A LEI DE FALÊNCIAS

Este capítulo mostra que a necessidade de revisão da lei não foi uma demanda exclusivamente brasileira. Serão apresentados, respectivamente, o contexto internacional e nacional da alteração realizada na norma brasileira. No item posterior serão apresentadas as mudanças introduzidas pela nova lei mais relevantes para fins da análise proposta neste trabalho.

2.1 CONTEXTO INTERNACIONAL DA REFORMA

A necessidade de reforma no sistema de falências tende a ser reforçada frente às crises financeiras. Com a globalização dos mercados, as crises locais geram efeitos em cadeia e tornam os exemplos de um país uma necessidade para os demais. O mesmo também é válido dentro de países, ao longo dos diferentes setores existentes na economia.

A diversificação dos mercados, a inovação e o maior alcance dos produtos, faz com que as variações observadas no sistema financeiro tenham um impacto cada vez maior na economia real.

De acordo Stiglitz (2001) a crise asiática em 1997 deixou 65% das empresas da Indonésia, 41% das empresas coreanas e 23% das tailandesas em situação de insolvência em 1998. Segundo o autor, até aquele ponto, a maior atenção em termos de reformas fora dado aos países do leste europeu. Um correto procedimento de falências precisaria ser desenvolvido nestas economias para que fosse possível uma adequada transição do sistema socialista para a economia de mercado.

Cirmizi, Klapper, Uttamchandani (2010) buscaram mapear as reformas na legislação de falência ocorridas em função da crise econômica iniciada em 2008. Os autores constataram que houve um crescimento anual de 4,9 % das falências das empresas japonesas em 2009, 5,88% das empresas britânicas, 11% das empresas alemãs e 40% de aumento nos pedidos de falência nos EUA no mesmo período.

Um trabalho desenvolvido por Hart (2000) sumariza os principais consensos sobre os objetivos e características de um eficiente procedimento de falências. O artigo gerou inclusive um índice criado pelo Banco Mundial, que mede as diferenças entre os países nesse sentido.

Contudo, o autor destaca que não existe uma fórmula ótima para todos. A escolha entre os diferentes tipos de procedimentos disponíveis vai variar de acordo com a estrutura social e institucional do país.

Quanto às reformas realizadas em outros países, Araújo e Funchal (2005) analisam os exemplos latino-americanos. De acordo com os autores, de modo geral, as mudanças tiveram por objetivo criar um ambiente mais atrativo para as empresas e a atividade empreendedora.

A primeira reforma realizada na região ocorreu no início da década de 80, feita pelo Chile. O país buscou reduzir os custos, burocracia e o tempo dos procedimentos, bem como aumentar o retorno dos credores. Em consequência, foi observada uma redução no custo do capital, um aumento nos investimentos e na taxa de crédito em relação ao PIB.

No México, a necessidade da reforma surgiu com a crise de 1994. Aprovada em maio de 2000, as mudanças aumentaram a proteção aos credores. A Argentina passou por três reformas em sete anos. Em função da forte crise econômica em fevereiro de 2002 foi instituída a moratória nas medidas contra o estado de insolvência ou eventual falência econômica das empresas. Em maio, foi realizada uma nova alteração que revogou a maior parte das medidas emergenciais.

De modo geral, os países latino-americanos buscaram melhorar o procedimento de reorganização das empresas, que também foi o caso do Brasil. Equador e Brasil criaram mecanismos para acelerar o processo, Bolívia, Colômbia e Brasil disponibilizaram procedimentos alternativos à via judicial para resolução da insolvência.

Quanto às reformas realizadas por outros países, de acordo com Sucuro (2008) a maior parte delas foi, em alguma medida, baseada no Código de Falências Norte-Americano, ou Capítulo 11 da legislação dos Estados Unidos. O quadro 1 contém o resumo da avaliação da autora das mudanças instaladas.

Quanto ao contexto interno da mudança, o item seguinte apresenta a antiga lei que disciplinava as falências no Brasil, quais os aspectos na lei se tornaram desatualizados com o decorrer do tempo, e as principais críticas observadas no meio acadêmico à antiga lei.

Quadro 1: Avaliação das reformas da Lei de Falências, 2005 – 2007

Reformas Positivas	Países
Introduziu o primeiro código de falência	Micronésia e Burundi
Introduziu mecanismos de solução de insolvência fora do sistema judicial e tornaram a reorganização das empresas uma alternativa mais atraente	França, Itália, Coreia e Eslováquia
Fortaleceu a proteção aos credores e melhorou a supervisão dos administradores	França, Coreia, Romênia e Eslováquia
Garantiu prioridade aos credores que possuem garantias reais	China, Hungria e Uzbequistão
Introduziu medidas que aceleraram o processo	Armênia, Geórgia, Porto Rico, Eslováquia e Estados Unidos
Introduziram na legislação o procedimento de reorganização da empresa	China e Geórgia
Introduziu maiores exigências de qualificação do gestor do processo de falência	Croácia e Geórgia
Aumentaram o papel do gestor	Dinamarca e Itália
Reformas Negativas	País
Uma vez aprovado o plano de reorganização da empresa, não é mais possível introduzir alterações	Peru e Uzbequistão
Reduziu a prioridade dos credores	Botswana

Fonte: Succuro (2008).

2.2 A ANTIGA LEI DE FALÊNCIAS NO BRASIL

De acordo com Carvalho (2003), a Lei N° 7.661 foi decretada em 21 junho de 1945. Esta lei foi elaborada em uma época em que predominavam empresas individuais e familiares. Contudo, com a evolução da economia e da estrutura das empresas a lei foi apresentando resultados cada vez mais ineficientes em termos econômicos.

Eram disponibilizados dois dispositivos legais para empresas: a falência e a concordata. A falência era o mecanismo que tratava da liquidação da empresa. O processo era conduzido por um síndico, indicado pelo tribunal responsável, e definia a distribuição dos proventos entre os credores, seguindo a seguinte ordem de prioridade:

- 1 Dívidas trabalhistas,
- 2 Dívidas fiscais e previdenciárias,
- 3 Dívidas seguradas – com garantias reais,
- 4 Dívidas quirografárias – sem garantias reais,
- 5 Acionistas.

Podiam requerer a falência os credores não segurados, o devedor ou seus herdeiros. A primeira fase do processo consistia na coleta dos ativos, levantamento do quadro de credores e preparação de um inventário dos bens e ativos da massa falida. A segunda fase tratava da liquidação dos ativos por intermédio de leilões públicos.

Os fatores de ineficiência no processo de liquidação na antiga lei citados por Carvalho (2003) podem ser resumidos da seguinte forma:

- a) a regra de prioridade favorecia as dívidas trabalhistas e fiscais e, segundo Carvalho (2003), estas eram elevadas e raramente sobravam recursos da massa falida para os demais credores;
- b) a demora no processo de liquidação, seja em função da existência de conflitos entre credores, seja em função da demora no judiciário. Essa demora acarretava na desvalorização dos bens, perda dos ativos intangíveis como marca, clientela ou ponto comercial, na perda das receitas de produção e desemprego;
- c) a liquidação dos ativos separadamente reduzia o valor total arrecadado. Ativos específicos à atividade perdem seu valor em função da baixa liquidez. Outra consequência da venda separada dos ativos é a possibilidade de os ativos serem reaplicados de forma ineficiente;
- d) a legislação não previa juros para as dívidas da massa falida, o que gerava incentivos inadequados aos acionistas: retardar o processo para que ativos tangíveis como imóveis valorizassem frente às dívidas;
- e) de acordo com Araújo e Funchal (2005), o problema da sucessão: as obrigações, tais como fiscais e trabalhistas, eram transferidas para o comprador da propriedade vendida em liquidação.

A concordata era um mecanismo de renegociação das dívidas sem garantias. Sob supervisão judicial, os acionistas continuavam a gerir o negócio, com a finalidade de efetuar os pagamentos devidos. A concordata poderia ser concedida antes da falência – preventiva, ou após a falência – suspensiva. Na concordata preventiva os devedores deveriam propor um plano de pagamento de acordo com os seguintes critérios:

- a) pagamento à vista de pelo menos 50% da dívida total, quando previsto abatimento;
- b) pagamento de 60%, 75%, 90% e 100% nos prazos de 6, 12, 18 e 24 meses, respectivamente;
- c) nenhum pagamento se o plano era uma moratória em que o pagamento fosse depois de 18 meses;
- d) em qualquer caso a dívida deveria ser liquidada em 24 meses;
- e) se o plano levasse mais de 12 meses, pelo menos dois quintos da dívida deveriam ser resgatados no fim do primeiro ano.

Uma vez decretada a falência, era possível que ao longo do processo fosse verificado que a empresa falida era capaz de honrar seus compromissos, ou seja, fosse viável. Nesse caso, os acionistas poderiam retomar o controle por intermédio da concordata suspensiva, e pagar os credores não segurados de acordo com os seguintes critérios expostos por Carvalho (2003):

- a) quando a concordata continha a proposta de um abatimento, o pagamento à vista deveria ser de pelo menos 35% aos credores não segurados por garantias reais;
- b) o pagamento de 50%, não podendo exceder um prazo de 2 anos, sendo dois quintos pagos no primeiro ano;
- c) dívidas relativas à previdência, impostos, salários e contraídas pela massa falida antes da concessão da concordata preventiva deveriam ser pagas num prazo de 30 dias.

As principais críticas citadas por Carvalho (2003) ao dispositivo da concordata são:

- a) não se tratava de um mecanismo de recuperação da empresa, e sim de renegociação de dívida. Na maioria dos casos a concordata era seguida pelo decreto de falência;
- b) os planos de pagamento previam alívios e abatimentos para as dívidas sem garantias. Os credores com garantias reais podiam executar e obter a posse dos ativos, inviabilizando o funcionamento da empresa;
- c) prazos rígidos não buscavam efetivamente a recuperação da empresa;
- d) a concordata podia ser obtida sem a concordância dos credores. A viabilidade da empresa era avaliada pelo Judiciário;
- e) dificultava um acordo extrajudicial entre credores e a empresa, pois para isto era necessária a aprovação de todos os credores;
- f) não previa a preferência das dívidas contratadas durante o processo de reestruturação de modo a facilitar a viabilidade da empresa.

Em resumo, conforme Araújo e Funchal (2005), os dois procedimentos visavam prevenir e evitar a liquidação das empresas, mas na prática o sistema passou a ser inoperante em termos de maximização dos valores dos ativos, proteção dos direitos dos credores e viabilização das empresas insolventes. Para ilustrar o fato, o tempo da finalização do processo pela antiga lei era de em média 10 anos, o mais lento do mundo no período.

Os autores afirmam também que a taxa de recuperação dos credores segurados era próxima de zero, o que reduzia o incentivo de monitoramento do processo por parte dos credores. O resultado era um processo ineficiente e suscetível a fraudes. Adicionalmente, a falta de mecanismos para apoiar a reestruturação corporativa resultava em altas taxas de fechamento de firmas potencialmente viáveis.

No próximo item será apresentada a nova lei, bem como as modificações trazidas pela nova norma.

2.3 A LEI DE FALÊNCIAS E RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS

A Lei de Falências e Recuperação de Empresas (LRE) foi promulgada 09 de fevereiro de 2005. De número 11.101, a Lei substituiu o Decreto-lei 7.661 de 1945, nas matérias referentes à insolvência financeira das empresas. Segundo Araújo (2010) enquanto o DL

7.661/45 tinha por objetivo realizar os pagamentos dos débitos sociais, a LRE acrescenta a este objetivo um enfoque na recuperação financeira das empresas.

Para este fim, a nova Lei substitui o dispositivo da concordata pela recuperação judicial. A concordata poderia ser determinada para qualquer empresa que atendesse os requisitos da lei, independentemente da sua viabilidade econômica. A recuperação judicial só é possível para firmas cuja atividade econômica possa ser reorganizada. As principais características do processo de recuperação são:

- a) a nova lei cria a instituição dos créditos extraconcursais, ou seja, obrigações contraídas durante a recuperação judicial que tomam prioridade frente às dívidas contraídas até então. Os custos com administrador judicial e crédito novo cedido à empresa em recuperação são exemplos de créditos extraconcursais;
- b) o plano de recuperação deve ser aprovada por dois terços da Assembléia dos Credores, e após homologado, o Juiz nomeia um Administrador Judicial, que será fiscalizado pelo juiz e pelo comitê de credores. Os credores podem propor alterações ao plano, desde que, segundo Araújo (2010), não sejam abusivas. O devedor se submete as alterações, caso contrário, será decretada a falência;
- c) não existe mais prazo limitado para o pagamento, assim, pode ser apresentado um plano propondo o pagamento da dívida em 10 anos;
- d) maiores exigências de divulgação de informações por parte do Administrador Judicial, com a finalidade de reduzir a assimetria de informação e facilitar o acesso ao crédito.

A nova lei cria também a recuperação extrajudicial. Trata-se de uma tentativa por parte do devedor de estabelecer um acordo de pagamento das obrigações sem intervenção judicial. Na DL 7.661/45 a tentativa de extensão dos prazos de pagamento de dívidas poderia levar a decretação da falência do devedor. A recuperação elimina este mecanismo e busca solucionar a questão da insolvência de forma amigável. No processo extrajudicial não existe nenhuma ordem legal para o recebimento dos créditos, ficando esta estabelecida conforme acordado entre as partes.

Quanto à falência, as principais alterações para fins da análise estabelecida neste trabalho são:

- a) de acordo com Araújo (2010) poderá ser solicitada pelo devedor, pelo credor, ser decorrente de decisão que julgue improcedente o pedido de recuperação, ser decorrente da não aprovação do plano de recuperação e ou ocorrer na conversão de um processo de recuperação em falência. Para o pedido de falência é necessário um valor de dívida em atraso superior a 40 salários mínimos;
- b) a venda dos bens do falido, como os perecíveis, pode ser feita antecipadamente para evitar a desvalorização do bem. A venda dos ativos pode ser também efetuada em blocos ou em unidades isoladas;
- c) a nova lei elimina o mecanismo de sucessão das obrigações para o novo proprietário dos bens alienados na liquidação;
- d) nasce também o mecanismo da cessão da empresa. O intuito é de preservar a empresa como um todo, para que ela possa ter continuidade após a falência. Adicionalmente ao item anterior, um investidor pode adquirir uma empresa falida sem adquirir o passivo.

A ordem de prioridade estabelecida pela nova lei fica estabelecida da seguinte forma:

- 1 Créditos extraconcursais;
- 2 Créditos concursais:
 - 2.1 créditos trabalhistas limitados a 150 salários mínimos e decorrentes de acidentes de trabalho,
 - 2.2 créditos com garantia real,
 - 2.3 créditos tributários,
 - 2.4 créditos com privilégios especiais (De acordo com Art. 964, Lei 10.406/02),
 - 2.5 créditos com privilégios gerais: créditos quirografários, sujeitos à recuperação, pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los,

- 2.6 créditos quirografários: inclusive saldo não quitado pela alienação dos bens em garantia e saldo dos créditos trabalhistas que excedam limite de 150 salários mínimos,
- 2.7 multas contratuais e penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, inclusive as multas tributárias,
- 2.8 créditos subordinados: dos sócios e administradores sem vínculo empregatício.

Em suma, a nova lei instituiu uma maior segurança ao credor, dando prioridade aos créditos segurados e criando o mecanismo dos créditos extraconcursais. Procurou também acelerar o processo, bem como incentivar uma maior participação das partes interessadas. Em termos econômicos, essas alterações têm importância no sentido de afetar as expectativas dos agentes, que por sua vez, respondem com redução das taxas de juros, redução das exigências de colateral, maiores prazos e uma oferta maior de crédito.

No próximo capítulo será investigado exatamente como se dá esta interação. Tanto os trabalhos teóricos que prevêm em modelos essa relação, como também os trabalhos empíricos que buscam verificar a existência da correlação desses fatores.

3 ANÁLISE ECONÔMICA DA LEI DE FALÊNCIAS

Neste capítulo serão revisados os trabalhos que investigam a interação dos códigos de falências e seus efeitos na economia. De modo geral, a literatura desenvolvida a respeito faz uma distinção entre os impactos da lei *ex ante* e *ex post*.

A análise *ex ante* investiga os incentivos que a lei gera nas empresas que não estão insolventes ou tiveram a falência decretada, ou seja, as empresas saudáveis. Essa linha de pesquisa parte do princípio de que os agentes podem antecipar os direitos que a lei prevê em caso de falência. Bancos e fornecedores sabem o grau de proteção ao credor definido na legislação de seu país e ajustam os preços e a oferta de seus produtos de acordo. Esse ajuste se dá via cálculo de risco de inadimplência, insolvência, falência e da possibilidade de recuperação dos valores. Ou seja, os preços observados na economia em geral contêm uma parcela que corresponde a valoração da possibilidade de não recuperar os valores devidos ou as obrigações.

A inadimplência, e o decorrente estado de insolvência, que pode levar à decretação de falência, podem ser provenientes de fatores externos ao setor, como choques e crises internacionais. Isto impacta na análise de viabilidade da empresa, e consequentemente na escolha do correto procedimento, liquidação ou recuperação, a ser adotado para cada caso. Contudo, a inadimplência pode também ser decorrente de uma escolha estratégica feita pelo dirigente da empresa, que será demonstrado no próximo item deste capítulo. Por outro lado, a recuperação dos créditos é influenciada pela legislação que regulamenta as formas de cobrança, e os procedimentos em caso de insolvência e falência.

Os incentivos *ex ante* da lei estão nas duas dimensões da economia. Tanto nas decisões dentro da firma, quanto nos aspectos macroeconômicos. No primeiro caso, a lei vai impactar no grau de risco dos investimentos assumidos pelos gerentes, na escolha de inadimplir suas obrigações e na decisão do momento certo em decretar a falência. No segundo, o grau de proteção ao credor definidos na lei pode ter reflexos nos contratos estabelecidos pelos agentes de modo geral, e por extensão, nos agregados macroeconômicos como o volume de crédito disponibilizado, investimentos e crescimento da atividade econômica.

A análise de eficiência *ex post* se refere a um dos aspectos mais importantes em uma economia de mercado, a saída das empresas. Para o funcionamento saudável desse sistema, é necessário não só que os meios de entrada facilitem a inovação tecnológica, e a criação de novos empreendimentos, mas também que a saída dos agentes mais ineficientes seja facilitada. Nesse sentido, a lei define a realocação dos ativos da empresa falida, os custos e o tempo do processo. Adicionalmente, o formato da lei, de acordo com os estudos da área, pode impactar a escolha do melhor procedimento para cada caso.

De acordo com essa linha de estudos, uma lei de falências eficiente irá liquidar as empresas que não são mais economicamente viáveis e possibilitará a recuperação daquelas que passaram apenas por apertos financeiros. Caso as empresas sejam liquidadas, existe ainda a questão da melhor realocação dos ativos da empresa falida. Ademais, os custos do processo, tanto em termos de tempo quanto de valores, determinam as barreiras de saída das empresas.

Conforme White (2007), quando a empresa se encontra em dificuldade financeira, insolvente, e é forte candidata a entrar em processo de falência, existe um incentivo para os credores iniciarem uma corrida. Isso pois, o credor que coletar primeiro os bens da empresa será plenamente reembolsado. No estado de insolvência as obrigações excedem os meios de pagamento da empresa, e os últimos podem não recuperar nenhum valor.

A existência da lei de falências modifica este incentivo. O procedimento de falência é coletivo, e irá buscar a melhor solução em termos de bem estar social. Isto modifica a corrida entre os credores, pois retira o prêmio de ser o primeiro a chegar. Segundo a autora, esta é a justificativa econômica tradicional para os procedimentos legais de falência.

O próximo item apresenta os estudos realizados na linha de análise teórica, divididos entre análise de eficiência *ex ante* e *ex post*. Posteriormente são apresentados os trabalhos empíricos realizados entre diversos países e os trabalhos feitos sobre o Brasil, respectivamente.

Para um maior entendimento da próxima parte, é necessária a definição de alguns conceitos. Primeiramente, este estudo investiga os efeitos da lei junto às empresas e ao setor econômico. Não serão abordadas as questões referentes à falência de indivíduos, ou de governos.

A maior parte da literatura sobre o assunto toma como referência o Código Federal de Falência Norte-Americano. Grande parte do material na área é proveniente dos EUA e conforme exposto anteriormente, o código Norte-Americano serviu como referência para as reformas realizadas em diversos países.

Existem três aspectos que devem ser considerados nos mecanismos legais de resolução de insolvência. O primeiro é se a empresa será liquidada, reorganizada ou se existe a possibilidade de uma solução legal sem envolvimento do sistema judicial. O segundo trata da forma de distribuição dos ativos ou das receitas da empresa entre os tipos de credores. O terceiro trata da ordem de preferência entre os credores.

Quanto ao primeiro aspecto, a legislação dos EUA disponibiliza o Capítulo 7, que regulamenta a liquidação das empresas e o Capítulo 11, que regulamenta a reorganização das empresas. As empresas possuem o direito de escolher entre os dois procedimentos. Na liquidação, a corte de falência aponta um gestor que fecha, vende os ativos, distribui os valores e dissolve a empresa. Na reorganização, a empresa mantém todos os seus ativos e continua a operar, normalmente sob gerenciamento dos antigos dirigentes. Os fundos para o pagamento dos credores são então provenientes de uma parcela da receita futura da empresa.

É importante destacar aqui que nem todos os países possuem em sua legislação a possibilidade de reorganização. Essencialmente, de acordo com Baird (1987), os códigos de falências surgiram a partir da necessidade de organizar a coleta entre os credores, ou seja, a liquidação. Um estudo envolvendo 35 países, desenvolvido por Claessens e Klapper (2002), mostrou que a Finlândia e a Nova Zelândia não possuem procedimentos de reorganização. De acordo com White (2007) Reino Unido, França e Alemanha são exemplos de países que reformaram recentemente suas normas de modo a encorajar a reorganização de empresas em dificuldades financeiras. O mesmo argumento é válido para os procedimentos de resolução fora do sistema judicial.

O segundo aspecto trata da forma de distribuição dos valores entre os credores. O mecanismo que é a referência para os demais é a Regra de Prioridade Absoluta (RPA). Esta é a norma estabelecida em lei da ordem de pagamento das obrigações da empresa. A RPA estabelece que cada classe de credor irá receber pleno reembolso de suas quantias, ou nada.

A ordem estabelecida na RPA é a seguinte: a prioridade mais alta é dada aos custos provenientes do processo de falência, seguida das obrigações estatutárias, as obrigações que não possuem bens em garantia e por último estão os acionistas. Os créditos que possuem bens em garantia não estão na RPA. Novamente, esta ordem varia em cada país, contudo, a referência para os estudos é a ordem estabelecida no Capítulo 7.

As demais formas de pagamento são, em geral, chamadas de variações ou violações da RPA dentro da literatura econômica. Segundo Araújo e Funchal (2006) estas violações ocorrem quando a ordem de prioridade especificada na lei não é seguida e uma parcela do valor da empresa é destinada aos acionistas.

Na reorganização, as obrigações são pagas por intermédio de um plano de reorganização que a empresa apresenta aos credores e que é posta em votação. Nesta modalidade, os credores podem receber pagamentos parciais, sócios e acionistas podem receber uma participação na empresa reorganizada. Esta divisão não segue uma fórmula, ela é estabelecida por intermédio de negociações.

O terceiro aspecto é a existência do mecanismo de créditos extraconcursais. Os estudos econômicos abordam os dois casos. É importante destacar que o procedimento de falência não vai abolir o incentivo de competição entre os credores. Ele vai apenas substituir a forma de competição. Na lei americana, e em certa medida também na nova lei brasileira, créditos que são renovados para a empresa em falência, ou novos créditos, assumem prioridade frente a todos os demais. Esse mecanismo beneficia a empresa, mas também aumenta a corrida entre fornecedores e credores na busca de uma prioridade mais alta.

No próximo item será exposta a análise teórica, sob ponto de vista econômico, da lei. São definidos como trabalhos teóricos aqueles que estabelecem a relação entre os aspectos da lei e a economia via modelos matemáticos. O item é subdividido entre a análise de eficiência *ex ante* e *ex post*.

3.1 ANÁLISE TEÓRICA

3.1.1 Análise de eficiência *ex ante*

De acordo com Marine e Vlahu (2012) a eficiência *ex ante* de uma lei de falências é medida a partir dos incentivos que esta gera no comportamento de devedores e credores antes do processo de falência, ou seja, em empresas saudáveis. Os seus objetivos principais seriam otimizar o perfil de risco dos investimentos, prevenir a inadimplência estratégica, definir o momento certo de decretar a falência e permitir o grau adequado de proteção aos credores.

Proteção aos credores: Esta característica se refere ao maior ou menor grau que uma lei de falências pode oferecer de segurança aos credores em geral. Ou seja, quando um banco ou um fornecedor estabelecem um contrato com uma empresa, eles levam em conta a possibilidade, definida em lei, de reaver seus valores. Se ambiente institucional oferece uma probabilidade alta de recuperar as dívidas, o preço cobrado pelo risco é menor. O pressuposto dos estudos na área é o de que esse preço está embutido em diversos aspectos do contrato de crédito, como no spread, na maturidade dos prazos e no volume disponibilizado.

Araújo e Funchal (2006) desenvolveram um modelo teórico que demonstra os impactos da lei nas taxas de juros. Supondo que a empresa necessite de um investimento I . A firma se compromete a pagar aos credores F e o projeto retorna um valor v para a empresa no futuro.

Sendo:

$v \geq F$ a empresa está solvente: v_{sol}

$v < F$ a empresa está insolvente, v_{ins}

p_{sol} probabilidade de solvência e

$(1-p_{sol})$ probabilidade de insolvência

c o custo do processo de insolvência

$(v_{ins}-c)$ é o máximo que pode ser distribuído aos credores em caso de insolvência, ao invés de F .

$$I = p_{sol} F + (1-p_{sol})[v_{ins} - c] \quad e \quad F = \frac{I - (1-p_{sol})[v_{ins} - c]}{P_{sol}}$$

Se o valor máximo que pode ser distribuído aos credores em caso de insolvência ($v_{ins} - c$) aumenta, F diminui, reduzindo as taxas de juros cobradas pelos credores.

O sistema falimentar da economia impacta tanto no retorno do projeto, v , quanto nos custos dos procedimentos de falência, c . Logo, quanto mais os credores esperam receber no estado de insolvência ($v_{ins} - c$), menos os credores irão cobrar das empresas em estado de solvência.

O impacto do sistema falimentar em v_{ins} se dá da seguinte forma: sempre que o sistema falimentar liquida empresas que são economicamente viáveis, ou seja, que deveriam ser reorganizadas, o retorno v_{ins} cai.

A taxa de juros da firma é dada por

$$r = \frac{F - I}{I}$$

Ou seja, à medida que F diminui, a taxa de juros também diminui. Os estudos na área de falências investigam também os diferentes aspectos da lei.

Conforme exposto anteriormente, as violações da RPA ocorrem quando os acionistas recebem parte do valor da empresa. Araújo e Funchal (2006) também analisam esta característica. Supondo que l seja o valor das demandas que tem preferências sobre os credores em caso de falência ou a quantia recebida pelos acionistas através de sistemas alternativos ao RPA:

$$I = -p_{sol}F + (1-p_{sol})\max[v_{ins} - c - l, 0] \quad e \quad F = \frac{l(1-p_{sol})\max[v_{ins} - c - l, 0]}{P_{sol}}$$

Se parte do retorno esperado em estado de insolvência for, além de destinado aos custos do processo c , compartilhado com os acionistas da empresa, que possuem a prioridade mais baixa, l , os retornos esperados em caso de insolvência diminuem ainda mais, aumentando o valor que a empresa se compromete a pagar, F , para conseguir este financiamento.

Desta forma, os autores propõem ainda que sistemas alternativos ao RPA e a não prioridade dos credores aumentam as taxas de juros cobradas pelos credores. O trabalho de Araújo e Funchal (2006) mostra ainda que existem projetos que, apesar de socialmente eficientes, podem acabar não sendo financiados em função do aumento das taxas de juros.

O perfil de risco dos investimentos das empresas: Este item se refere aos incentivos que a lei gera nas escolhas de investimento realizadas pelas empresas de modo geral, estando ou não em insolvência. Bebchuk (2002) desenvolveu um modelo que considera os impactos da RPA e suas variações nos investimentos em empresas saudáveis. O autor mostra que quando ocorrem variações das regras de prioridade, os gerentes estão mais propensos a favorecer o risco.

O comportamento é justificado pelo fato de que os sócios conseguem reter todo o resultado líquido quando o projeto é bem sucedido, e os credores acumulam a maior parte das perdas quando o projeto falha.

O autor mostra ainda que quanto maiores às taxas de juros, maior o perfil de risco dos investimentos das empresas. Isto ocorre, pois, apenas os projetos mais arriscados podem reverter retornos também para os sócios. Este efeito de distorção das preferências para favorecer projetos ineficientes de alto risco é denominado por Araújo e Funchal (2005) como “the gambling effect”, ou problemas de apostas em investimentos de risco (Araújo e Funchal, 2006).

Quanto às empresas que já estão em situação financeira problemática, Bebchuk (2002) mostra que os resultados são inversos. Variações da RPA reduzem o perfil de risco dos investimentos escolhidos pelos sócios. A explicação para este efeito é a de que, neste caso, o retorno que os sócios recebem é apenas a participação determinada pela variação da RPA no total do valor da empresa.

Decisão de decretar a falência: Bebchuk (2002) investiga os incentivos que as variações de RPA (Regra de Prioridade Absoluta) geram na decisão de decretar a falência. De acordo com Povel (1999), existe um conflito entre uma punição correta para a inadimplência e evitar maiores gastos no salvamento da empresa.

Para exemplificar o trade off entre as escolhas, White (2007) desenvolve um exemplo. Supondo que os empreendedores necessitem um empréstimo no período 0, para investir em

um projeto. O projeto pode apresentar resultados bons, intermediários ou ruins, e o grau de esforço do empreendedor aumenta a probabilidade de um resultado positivo. No período 1 os gerentes definem o grau de esforço que irão aplicar no projeto.

Supondo assimetria de informação, ou seja, credores não podem determinar precisamente o total de esforço empreendido pelos gerentes. No período 2 os gerentes recebem um sinal que indica qual resultado possível do projeto. Se a indicação for de que os resultados serão ruins, então é mais eficiente liquidar o projeto imediatamente. Se a indicação for de resultados intermediários, então a opção mais eficiente é solicitar fundos adicionais que irão converter os resultados para bons.

Neste ponto, os gerentes devem escolher entre decretar falência ou continuar, sendo que, ao decretar a falência, estarão sinalizando aos credores a verdadeira situação do projeto. Nesse caso, se os resultados tiverem a perspectiva de serem intermediários, os credores, ao serem informados, salvam o projeto, e se for ruim, os credores liquidam.

No período 3 o projeto dá os seus retornos. Gerentes possuem incentivos para postergar o decreto de falência quando os resultados são ruins e intermediários no período 2 pois, assim, eles se mantém no controle. Mantendo o controle, os gerentes podem tentar melhorar os resultados do projeto no período 3 sem a intervenção dos credores.

Contudo, esperar para decretar falência gera custos, pois neste exemplo, os credores só conseguem salvar o projeto no período 2. Povel (1999) mostra que o melhor resultado é quando os gerentes aplicam seus melhores esforços e decretam falência sempre que os resultados são intermediários ou ruins no período 2.

O autor utiliza em sua modelagem dois tipos diferentes de leis de falências: uma lei com penalidades mais fortes, na qual os gerentes são despedidos sempre que decretarem falência no período 2, e uma lei de falências mais leve, na qual os gerentes são mantidos no controle no caso de resultados intermediários.

Pela lei de falências mais leve, quando a falência for decretada no período 2, no caso de resultados intermediários, o projeto é salvo, e quando os resultados são ruins no período 2, eles recebem uma compensação por terem decretado falência.

O autor mostra que quando a lei de falências leve está vigente, gerentes sempre revelam os resultados no período 2, contudo o nível de esforço aplicado no projeto é menor.

Em contrapartida, quando a falência utiliza fortes penalidades, os gerentes nunca decretam falência no período 2 pois, ao fazerem isto, estarão perdendo seu empregos. Em contrapartida, o nível de esforço observado é maior. Ou seja, nenhuma das opções de leis de falência resulta em níveis de esforços ótimos e gerentes decretarem falência no momento certo.

Inadimplência estratégica: White (2007) apresenta um exemplo da interação entre os custos dos procedimentos de falência e a escolha de inadimplir. Supondo dois tipos de empresas, insolvente e solvente. Admitindo assimetria de informação entre os gerentes e credores, ou seja, os gerentes sabem se a empresa esta insolvente ou não, mas os credores não sabem.

Como o processo de falência possui custos, é mais eficiente para as empresas e os credores estabeleçam acordos entre as partes fora do sistema judicial. Normalmente, a proposta de acordos é decorrente da indicação de que a empresa está insolvente, e em geral, esses acordos envolvem reduções dos pagamentos devidos aos credores.

Credores têm incentivos para aceitar propostas de acordos fora do sistema judicial em função da redução dos custos. Contudo, na medida em que os credores aceitam a maioria das propostas de acordos extrajudiciais, crescem os incentivos de empresas solventes proporem esses mesmos acordos para reduzir os valores pagos aos credores.

Em resumo, o formato da lei impacta nas decisões das empresas que estão saudáveis. Foram apresentadas aqui as interações microeconômicas entre a lei e taxas de juros, perfil de investimento, inadimplência estratégica e o momento certo de decretar a falência. Posteriormente serão apresentados os trabalhos empíricos que verificam a relação entre estas variáveis em termos macroeconômicos. O próximo item busca desenhar as linhas gerais da análise *ex post*.

3.1.2 Análise de eficiência *ex post*:

A perspectiva *ex post* se refere à maximização do valor da empresa e seus ativos após iniciado o processo de falência. Os objetivos principais de uma Lei de Falências nessa perspectiva são: a falência deve levar a melhor escolha de procedimentos, melhor realocação de ativos e incentivar as negociações entre credores e devedores.

O ideal nesta perspectiva é reorganizar as empresas viáveis e liquidar as empresas ineficientes. Caso seja feita a liquidação, existe ainda a questão da melhor forma de reutilização dos ativos da massa falida. Os estudos na perspectiva *ex post* analisam esses casos. Em geral, os trabalhos buscam verificar se o modo como a lei é desenhada gera maiores incentivos para liquidar ou reorganizar, ou seja, se a lei gera incentivos economicamente eficientes. Para facilitar o entendimento dessa interação, são apresentados alguns exemplos da análise na área.

White (2007) desenvolve algumas demonstrações dos diferentes impactos *ex post* dos aspectos dos códigos de falência. A autora toma como referência os trabalhos de Bulow e Shoven (1978), White (1980), (1983), (1989), e Gertner e Scharfstein (1991).

O primeiro exemplo investiga a decisão de liquidar quando não existe o mecanismo de créditos extraconcursais. O segundo exemplo faz a relação inversa.

A autora parte do pressuposto de que o único procedimento de falência existente é a liquidação. De tal forma que a escolha fica entre liquidar todos os ativos na falência ou continuar operando. O modelo assume informação completa, ou seja, gerentes e credores conhecem os valores dos ativos da empresa tanto em termos do uso corrente quanto em termos de uso alternativo. Os gerentes fazem uma escolha eficiente quando optam por decretar falência se os ativos da empresa possuem um valor maior em usos alternativos e vice versa. Supondo que o total da dívida da empresa D , é dividido entre o período 1, D_1 e o período 2, D_2 , onde:

$$D_1 + D_2 = D$$

O valor de liquidação da empresa, L , no período 1, L_1 , é tal que, $L_1 < D_1$, ou seja, a empresa é insolvente. Gerentes podem escolher entre decretar falência no período 1 ou

continuar operando até o período 2. Contudo, para continuar operando necessitam de novo empréstimo para pagar D_1 no período 1. O credor, que neste exemplo é o banco, vai fornecer $B_2 = D_1$.

Se a empresa continuar operando, no fim do período 2 o valor da empresa passa a ser somente a receita P_2 , pois no exemplo, no fim deste período o valor de liquidação dos seus ativos L passa a ser zero. Assim, continuar operando no período 1 significa que

$$P_2 > L$$

O banco faz o empréstimo de B_2 se a decisão de continuar for rentável, contudo o exemplo não considera juros, mas sim, a participação do banco no valor final da empresa. Neste primeiro exemplo não existe prioridade dos empréstimos realizados a empresa insolvente, ou seja, não existe o mecanismo dos créditos extraconcursais. Dado que $D > L$, se a empresa liquidar no período 1, em função da RPA, os acionistas não recebem nada do valor da empresa. Se o banco emprestar e a empresa continuar a operar, então o banco e os acionistas recebem o retorno líquido no fim do período 2 de:

$$\text{Max} (P_2 - D_2, 0) - B_2.$$

Isso pois, D_2 tem prioridade sobre o empréstimo bancário, ou seja, não existe o mecanismo dos créditos extraconcursais. Assim, para o banco emprestar e a empresa continuar operando P_2 deve ser tal que:

$$P_2 > B_2 + D_2 = D$$

Como $D > L$, isso significa que $P_2 > L$. Assim o banco e os acionistas escolhem continuar apenas quanto as receitas esperadas do período 2 superam o total devido pela empresa no período 1 mais a nova dívida. Esta é também a escolha economicamente eficiente, pois $P_2 > L$.

Contudo, se $L < P_2 < D$, as receitas do período 2 não são suficientes para cumprir o total da dívida nos dois períodos, o banco e os acionistas escolhem liquidação mesmo que continuar seja economicamente mais eficiente, pois $P_2 > L$.

O resultado é que dentro do regime de RPA e considerando a não existência do mecanismo de créditos extraconcursais, mais liquidações ocorrem. Adicionalmente, liquidações ineficientes são mais prováveis de ocorrer quando a dívida da empresa é muito alta.

Agora supondo que RPA continua vigente, mas a lei prevê o mecanismo de créditos extraconcursais. Se o banco emprestar B_2 tem prioridade em relação a D_2 no segundo período. Nessa condição o banco recebe B_2 antes dos demais credores. Os acionistas e o banco recebem o total das receitas acima $B_2 + D_2$. A condição para a o banco efetuar o empréstimo no período 2 e a empresa continuar a operar passa a ser então $P_2 \geq B_2$.

Dessa forma, continuação é mais provável de ocorrer quando a lei prevê créditos extraconcursais.

A autora desenvolve também um exemplo que confronta a escolha entre reorganizar ou liquidar a empresa. Supondo que no período 1 o banco e os acionistas tenham que escolher entre liquidação ou reorganização. Na reorganização a empresa não precisa pagar D_1 no período 1, mas precisa conseguir fundos T para cobrir os custos de transação do processo de reorganização. Assumindo que no início do período 2 a empresa precisa estabelecer um plano de reorganização que paga uma fração r das dívidas D_1 e D_2 , e que esses pagamentos são feitos no período 2.

Então, o valor que o banco deve emprestar é T ao invés de D_1 . Assumindo que o empréstimo do banco toma prioridade sobre as demais dívidas da empresa como um custo de reorganização. Assumindo também que as receitas no período 2 são incertas, ou seja, existe a assimetria de informação. Estas receitas podem ser $P_2 + G$ ou $P_2 - G$, sendo G o fator de incerteza. Assumindo também que $P_2 + G > r(D_1 + D_2) + T$ e $P_2 - G > T$, então, se a firma reorganizar, o retorno líquido do banco e dos acionistas é:

$$0.5(P_2 + G - r(D_1 + D_2)) + 0.5T - T$$

Aqui o banco e os acionistas recebem $P_2 + G - r(D_1 + D_2)$ se a empresa alcança o sucesso no período 2, e T se a empresa falha. Assim a empresa prefere liquidação se:

$$0.5(P_2 + G - r(D_1 + D_2) - T) > \max [0.5(P_2 + G - D_2) - B_2, 0]$$

A conclusão é a de que reorganização é uma escolha preferível à liquidação conforme a receita da empresa se torna mais incerta, ou G aumenta, e se T (custos do processo) ou r (condições de pagamento) diminuem. Contudo, como a reorganização só é economicamente eficiente quando $P_2 > L$, o aumento da probabilidade da escolha de reorganizar é acompanhado pelo aumento da probabilidade de empresas ineficientes serem mantidas.

Os exemplos expostos anteriormente mostram como se dá a interação dos diversos aspectos da lei e a conseqüente escolha entre liquidar ou continuar. Lembrando em termos econômicos o bem estar aumenta na medida em que a lei consegue na maioria dos casos liquidar as empresas inviáveis e reorganizar as empresas que possuem viabilidade. Uma definição importante nessa análise é o conceito de falha na escolha do procedimento. Desenvolvido por White (1994), sendo o termo em inglês denominado “filtering failure”. A idéia é a de que existe a possibilidade de ocorrerem erros na escolha do procedimento. Ou seja, empresas que são economicamente viáveis acabam sendo liquidadas e vice versa. Este resultado não é interessante em termos sociais.

O propósito deste trabalho não é exaurir toda a literatura existente a respeito, apenas demonstrar como são feitos os estudos e as vinculações entre os aspectos econômicos e as medidas prescritas em lei.

Conforme visto, a teoria prevê a existência da interação das leis e os setores econômicos. Os autores aqui expostos desenvolveram modelos matemáticos que associam essas duas variáveis. Na parte seguinte, serão apresentados trabalhos que buscam verificar empiricamente a existência dessa relação, bem como entender como ela ocorre.

3.2 ANÁLISE EMPÍRICA

Neste item serão apresentados os estudos que verificam as relações propostas pela teoria. Em geral esses trabalhos utilizam uma base de dados que pode incluir informações de diversos países, ou *cross-country*, ou informações de um mesmo país. Os trabalhos empíricos criam índices e buscam correlações entre os fatores expostos no item anterior, de modo a comprovar, ou não, o que está proposto nos modelos teóricos. A revisão apresentada neste trabalho esta dividida entre estudos que abordam mais de um país e estudos desenvolvidos no Brasil.

3.2.1 Estudos *cross-country*

Os trabalhos empíricos desenvolvidos nesta área estabelecem a relação entre os formatos dos códigos de falência e os agregados econômicos. A idéia de vincular essas duas variáveis é proveniente da expansão dos estudos sobre estrutura legal e a economia.

A verificação empírica *cross-country* utiliza os dados de vários países para estabelecer de que forma esses dois componentes interagem. Os artigos que deram um forte impulso nesse sentido foram elaborados por La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny (1997), e La Porta, Lopez e Shleifer (1998). No primeiro, os autores investigam os dados de proteção legal de investidores e a variação entre os sistemas financeiros de 49 países.

O estudo parte do princípio de que existem dois tipos de tradições legais que regulamentam a atividade comercial. A tradição da lei dos comuns, de origem inglesa, e a tradição da lei civil, de origem romana. As famílias de leis originadas a partir dessas tradições se espalharam pelo mundo em função do processo de colonização estabelecida pelos países europeus. A partir disso, os autores desenvolveram um índice que mede o grau de proteção ao investidor em cada país utilizando as atuais leis que disciplinam a atividade empresária e o processo de falência.

Os resultados encontrados indicaram que existe uma maior proteção aos credores em países com leis provenientes da tradição inglesa. Indicaram também que países com baixa proteção aos investidores apresentam um mercado de capitais fortemente concentrado.

A base de dados desenvolvida no primeiro artigo deu origem a uma série de estudos, que envolveram vários autores, e vincularam os direitos dos credores aos mais diversos aspectos, como produto interno do país, investimentos entre outros.

No artigo seguinte, La Porta, Lopez e Shleifer (1998) examinaram a interação entre o ambiente legal e a capacidade das empresas de conseguir financiamento, seja via endividamento ou via mercado de capitais. O argumento era o de que as diferenças entre o grau de proteção aos investidores e credores pode ser um fator explicativo as discrepâncias entre os sistemas financeiros dos países, como tamanho dos mercados de capitais, tamanho do setor bancário, entre outros.

Os resultados mostram que países com normas derivadas da lei dos comuns apresentaram maior financiamento externo. Ou seja, os autores confirmam que o ambiente legal, tanto as leis em si quanto o grau de aplicação dessas leis, impactam no tamanho e extensão do mercado de capitais.

Estabelecida a relação empírica entre as leis e aspectos econômicos, os trabalhos seguintes expandiram os horizontes dessa linha de estudos. Levine (1998) mede os impactos do sistema legal no desenvolvimento bancário, crescimento do PIB per capita, estoque de capital e produtividade. O autor encontra resultados que mostram que a diferença entre os direitos legais dos credores e a eficiência com a qual estes direitos são garantidos explica mais da metade da variância do desenvolvimento bancário entre países. O artigo encontra também a relação entre maior desenvolvimento do sistema bancário e crescimento econômico de longo prazo, acumulação de capital e aumento da produtividade.

Djankov, McLiesh e Shleifer (2005) investigam os determinantes do crédito privado em 129 países. Os autores encontram uma forte correlação entre as variáveis de proteção aos credores no sistema legal e maiores níveis de crédito em relação ao produto interno bruto - PIB. O artigo também verifica que países com baixos níveis de proteção aos credores criam medidas alternativas que mitigam os riscos do crédito, sistemas que reduzam a assimetria de informação entre credores e devedores.

O artigo buscou também verificar se as mudanças nos sistemas legais ou de informação afetam o índice de crédito privado em relação ao PIB. Os resultados identificados mostraram que um acréscimo de um ponto percentual no índice de direitos dos credores aumenta a participação do crédito privado em relação ao PIB em 6,5 a 8 pontos percentuais.

Interessante destacar que no processo de coleta de dados, os autores verificam que desde 1978, 99 países tiveram pelo menos uma reforma em suas leis de falências. Foram encontradas evidências de que países com maior PIB têm mais reformas, o que sugere a inconsistência da idéia de que países pobres reformam mais para alcançar os países ricos.

Djankov, Glaeser, La Porta, Lopez e Shleifer (2003) fazem um estudo de caso entre países. Os autores utilizam um caso similar de inadimplência entre 88 países diferentes e investigam as diversas medidas de controle de inadimplências adotadas em cada país.

O propósito é analisar o custo, tempo e valor dos ativos resultantes do processo. Os autores criam então um índice de eficiência de inibição de inadimplência. Este índice se mostra fortemente correlacionado com a renda per capita e origem legal. A análise está baseada nos três procedimentos básicos em caso de insolvência: acertos fora do sistema judicial, liquidação ou reorganização.

Os resultados gerais apresentados mostraram que todos os procedimentos são custosos, consomem muito tempo e ineficientes. No caso investigado, o melhor resultado é alcançado não vendendo os ativos em partes, mas sim a empresa como um todo. Apenas 36% dos países alcançam o resultado ótimo. Entre os custos gerais e provenientes da demora do processo, os autores calculam uma perda média de 48% do valor total da empresa.

Contudo, os resultados apresentaram uma forte variância. No Japão, Singapura e Países Baixos a estimativa é a de que apenas 5% do valor da empresa é perdido, enquanto que em países como Turquia e Angola, essa média passa para mais de 90%. De modo geral, países mais ricos apresentam mais eficiência no processo.

Davydenko e Franks (2008) fazem a relação inversa. Os autores buscam investigar o impacto das leis de falências na proteção aos credores na França, Alemanha e Reino Unido. A lógica adotada é a de que as leis de falências que favorecem os devedores podem acarretar em baixos índices de recuperação por parte dos credores. Os credores podem antecipar este fato e estabelecer ajustes nas taxas de juros ou exigências de colateral.

Os autores criam uma base de dados de mais de duas mil empresas nestes países. A lei de falências francesa é o exemplo de legislação favorável ao devedor, na qual o estado estabelece procedimentos acompanhados judicialmente com objetivo explícito de manter a empresa e os empregos. Os credores não determinam a aprovação do plano de recuperação.

Em contrapartida, no Reino Unido a lei de falências pode ser classificada como favorável aos credores, e a Alemanha é o caso intermediário. Os achados do artigo mostram que os bancos ajustam suas exigências de colateral de acordo com o grau de proteção em insolvência.

Enquanto na Inglaterra e Alemanha um imóvel como colateral é altamente valorizado, o mesmo não se observa na França, em função da ordem de preferência entre dívidas. Contas

e garantias pessoais podem ser realizadas com maior facilidade, sendo, por isso, mais valorizadas na França.

A média de recuperação por parte dos bancos calculada pelos autores é de noventa e dois por cento no Reino Unido, sessenta e sete na Alemanha e cinquenta e seis na França. Em contraste, os resultados de soluções extrajudiciais são similares nos três países.

Acharya, Sundaram, e John (2004) investigam o impacto das leis de falências nas escolhas de estruturas de capitais das empresas. O pressuposto é o de que os níveis de endividamento são uma função do valor de liquidação das empresas. Os autores mostram que empresas com baixos valores de liquidação, seja por especificidade dos ativos, que torna a reaplicação mais difícil, seja pela intangibilidade dos ativos, escolhem níveis maiores de endividamento em leis de falências que favorecem os acionistas.

Claessens e Klapper (2002) investigam os determinantes do uso das leis de falências em 35 países. Visando estender a pesquisa a respeito dos direitos dos credores, os autores destacam a necessidade de um bom sistema de resolução de problemas financeiros frente às crises financeiras observadas no fim da década de noventa.

O resultado da pesquisa mostra que países com origem na lei dos comuns e sistema financeiro fortemente orientado para o mercado possuem maiores índices de falência. A maior eficiência judicial está associada ao maior número de falências, mas a combinação de forte proteção aos credores e alta eficiência judicial leva a um uso menor das falências. Outro resultado interessante da pesquisa é a de que quanto maior a facilidade dos credores de resgatarem o colateral, menor o uso dos procedimentos de falência.

Os autores investigam também a relação entre índice de empresas que abrem um novo negócio, e o índice de falências. A relação que os autores extraíram dos dados indica que quanto mais custosos e mais difíceis os procedimentos de entrada, menor o índice de falências. Isto indica que a maior concentração de mercado resulta em maior índice de empresas ineficientes em operação.

Em outro artigo, os autores Claessens, Djankov, e Klapper (1999) mostram que nos países do leste asiático, os credores possuem uma disposição maior a incorrer em custos de falência se os direitos dos credores *ex ante*, e a eficiência judicial *ex post* geram incentivos na economia de modo a aumentar a taxa de recuperação de suas perdas.

Lee, Yamakawa, Peng e Barney (2011) medem os dados de entrada de novas empresas, e estabelecem esta como proxy para o grau de empreendedorismo, em contraposição com as leis de falências dos diferentes países. O propósito é examinar se o grau de punição para projetos que falham afeta o perfil dos empreendimentos escolhidos pelos empresários. São utilizados dados de 29 países ao longo de 19 anos. Os autores mostram que menores barreiras de entrada e saída estão associadas a um nível de empreendedorismo maior, o que pode ter efeitos significativos nas taxas de inovação na economia.

Araújo e Funchal (2005) analisam as reformas nos sistemas de falência na América Latina e a proteção aos credores. De modo geral, os autores encontram resultados que mostram que os países da América Latina possuem sistema de falências muito ineficientes. Isto, por sua vez, implica em fracos mercados de crédito, alto custo do capital e baixos índices de recuperação de créditos.

Os autores utilizam a variável metas de insolvência, desenvolvida pelo Banco Mundial a partir das metas estabelecidas por Hart (2000), como proxy da eficiência dos processos de falência. A regressão entre spread bancário e esta variável mostra que para cada aumento de um ponto percentual no índice das metas, as taxas de spread caem em 0.13 %. Utilizando o exemplo do caso brasileiro, a estimativa do impacto da reforma no índice de metas de insolvência no Brasil é de 24 pontos para 46. As taxas de juros cairiam aproximadamente 3 p.p., as taxas de crédito privado aumentariam em 19,79% e o aumento da recuperação de crédito seria de US\$ 0,18 para um dólar.

O objetivo deste capítulo não é exaurir todos os trabalhos da área, e sim, montar um quadro que sirva de exemplo para que se possa entender de que forma as leis e a economia interagem. Os trabalhos acima mostram que apesar de não existir uma fórmula ótima das leis de falências para todos os países, os incentivos e resultados dessas leis apresentam padrões que podem ser mapeados pelos modelos empíricos expostos.

A conclusão principal destes trabalhos é a de que as evidências entre países confirmam a existência de impactos das leis nos setores econômicos, conforme teorizado pelos autores no item anterior. A seguir, serão apresentados os estudos desenvolvidos no Brasil sobre o assunto.

3.2.2 Estudos realizados sobre o Brasil

Araújo, Funchal e Ferreira (2012) investigam os impactos da reforma da lei de falências brasileira nas variáveis de contratos de dívida, tais como tamanho, maturidade e preço, quanto variáveis não contratuais, tais como o número de empréstimos em moeda nacional ou estrangeira, e a proporção entre dívida pública e privada. Os autores encontraram um significativo aumento na contratação de operações de longo prazo, e redução nos custos da dívida.

Para verificar se as mudanças nas variáveis estudadas foram provenientes de alguma alteração macroeconômica externa, os autores utilizam um grupo de controle de empresas de outros países. Os modelos também são testados via teste placebo de variáveis dummy em outros períodos para indicar se essas mudanças podem ser provenientes de alguma tendência macroeconômica nacional. Os autores encontram um crescimento no endividamento de longo prazo e no total de endividamento. Os coeficientes indicaram um crescimento de 20% e 47%, respectivamente. A nova lei de falências trouxe uma redução estimada nos custos de financiamento de dívidas de aproximadamente 15%.

Com relação às variáveis não contratuais, os contratos domésticos aumentaram em 33% depois da reforma, enquanto os estrangeiros se mantiveram relativamente estáveis. A explicação do autor para o fenômeno está no fato de que outras variáveis afetam o crédito externo também. As evidências também apontaram para um crescimento na razão entre dívida pública e bancária. O autor explica o fenômeno pelo aumento do valor de liquidação das empresas.

Araújo e Funchal (2009) investigam os primeiros impactos da lei de falências brasileira no acesso ao crédito de empresas, número de falências e recuperações judiciais. Os resultados apontaram para um efeito positivo da nova lei sobre as falências e recuperações. Os autores investigaram a relação dos dados de crédito de 524 firmas ao longo de 5 períodos. Os resultados mostraram uma redução média de 22% no custo do crédito para as empresas brasileiras. O impacto no total e no crédito de longo prazo foi um aumento de 39% e 19%, respectivamente.

Boas (2010) investiga a relação entre a Lei de falências e o spread bancário no Brasil. A variável fundamental que liga estes dois componentes é, segundo o autor, o fator de risco

embutido no spread. O autor elabora uma série de diversos modelos e quantifica o impacto da nova lei no spread entre 6% e 38%.

Em suma, os trabalhos desenvolvidos no Brasil apresentaram resultados similares aos já constatados entre países. No próximo capítulo são apresentadas as circunstâncias que definem o mercado de crédito nacional.

4 O MERCADO DE CRÉDITO

Este capítulo inicia com a contextualização do mercado de crédito brasileiro, em relação à evolução da economia interna e os impactos provenientes de outros países. Posteriormente será apresentada a linha do pensamento econômico que investiga o equilíbrio deste mercado em condições de assimetria de informação e racionamento de crédito.

4.1 HISTÓRICO

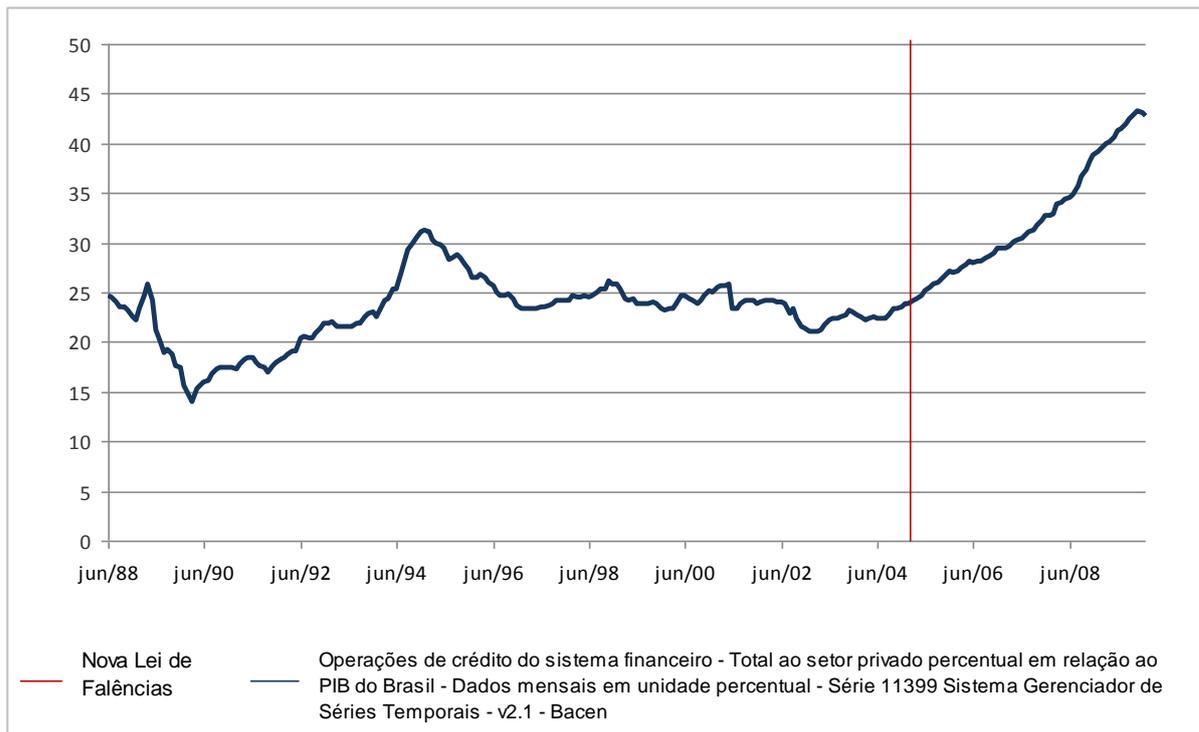
Conforme exposto na introdução deste trabalho, quando comparado aos mercados de outros países, o volume de crédito disponibilizado no Brasil é pouco significativo. Para facilitar o entendimento dos fatores que levam a este resultado, é necessária uma breve revisão histórica da economia brasileira.

Iniciamos pela definição do papel do crédito dentro da economia. De acordo com Laux (2006) o crédito é um dos canais de transmissão da política monetária. A elevação da taxa de juros aumenta o custo de oportunidade do dinheiro e reduz o prêmio por financiamento externo. Ou seja, o prêmio que a empresa obtém em investir usando fundos dos bancos, ao invés dos recursos internos (BERNANKE; GERTLER, 1995).

De modo geral o movimento do crédito irá acompanhar a economia como um todo. Ele também tem o efeito multiplicador da política monetária expansionista. Ou seja, quando o Banco Central reduz a taxa básica de juros da economia, as instituições financeiras acompanham esta sinalização, e novos tomadores poderão se habilitar ao crédito. Além disso, o crédito pode também ser utilizado pelo governo como instrumento de incentivo econômico. O gráfico 3 apresenta a evolução do crédito até 2011.

A contextualização inicia no período em que foram definidos os órgãos que regulamentam o sistema financeiro. Na década de 60 foram criados o Conselho Monetário Nacional, que estabelece as normas, e o Banco Central, que executa e fiscaliza o sistema financeiro. Também neste período foram iniciadas as políticas desenvolvimentistas por parte do Estado. O foco na época era acelerar o crescimento brasileiro.

Gráfico 3 Evolução do Crédito ao setor privado (% PIB).



Fonte: Elaboração própria. Dados extraídos do Banco Central (2013).

E de fato, as taxas de crescimento observadas a partir do fim da década de 60 refletiram o esforço nesse sentido. Contudo, a produtividade da economia não apresentou uma evolução equivalente. O resultado foi um Estado altamente endividado, desequilíbrio na balança comercial e altas taxas de inflação.

A década de 80 pode ser caracterizada por uma seqüência de planos que buscaram combater a inflação. Com a economia altamente indexada, foram instalados diversos congelamentos de preços, a moeda nacional foi alterada por varias vezes, até o Plano Real.

Uma das distorções provocadas pelas altas taxas inflacionárias foi o foco da atividade bancária nos ganhos provenientes do floating. De acordo com Fucidji e Mendonça (2007), as rendas de floating representaram mais de 40% do valor adicionado do setor financeiro em 1991 e 1992. Isso implicou no subdesenvolvimento das demais áreas de atuação bancária, como a análise de risco, sistemas de informações e concessão de crédito.

Em 1994 foi instalado o Plano Real, com a finalidade de estabilizar os preços e a economia. Para alcançar estes objetivos, o plano criou uma nova moeda, o Real, e utilizava uma âncora cambial. De acordo com Fucidji e Mendonça (2007), a primeira grande alteração

proveniente do plano foi a perda das rendas de floating. Para se adaptar a esta nova realidade, os bancos aumentaram seus graus de alavancagem e o volume de operações de crédito.

O grau de alavancagem pode ser definido pelo ativo total, menos encaixe bancário, menos títulos do governo sobre o patrimônio líquido. O indicador mede o grau de comprometimento do patrimônio em relação às aplicações do banco, ou seja, o risco de insolvência da instituição.

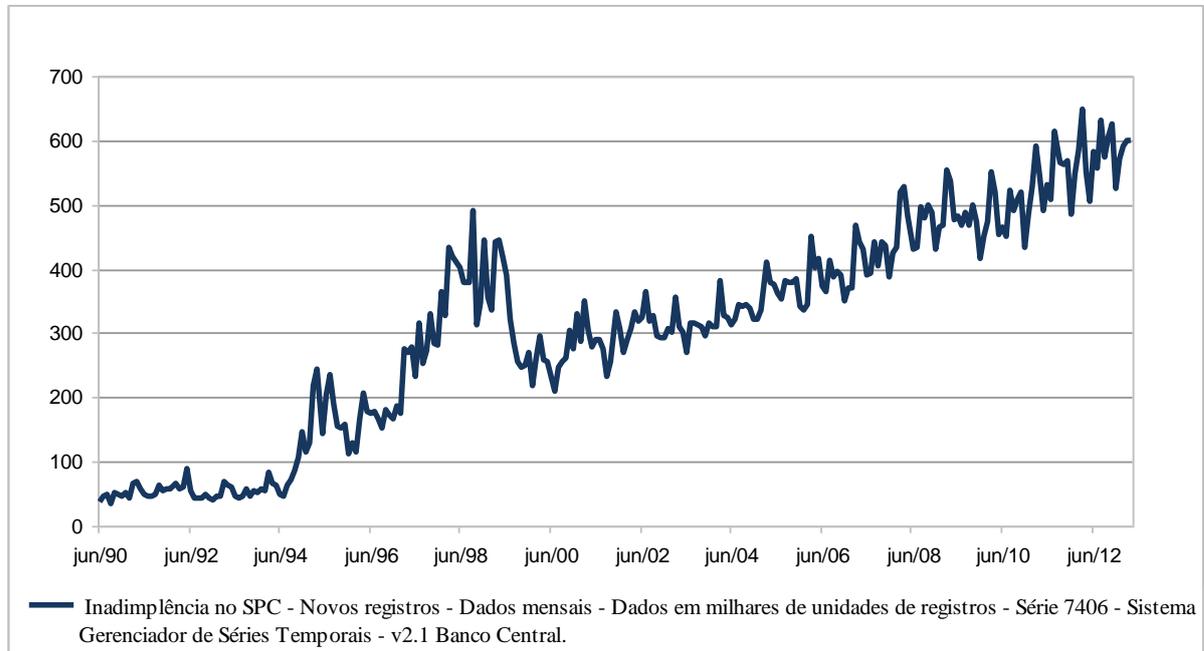
O aumento do crédito teve também sua contrapartida na demanda. Com a expectativa de estabilização dos preços, e a uma demanda reprimida por um longo período de combate à inflação, o consumo apresentou um forte crescimento no período seguinte. Contudo, conforme Cerqueira (1998) a relativa falta de experiência em termos de concessão de crédito por parte das instituições financeiras acarretou numa situação em que a qualidade dos empréstimos não acompanhou a expansão dos mesmos.

Além da estabilização, o setor estava também lidando com outras mudanças estruturais, provenientes da adesão do sistema financeiro nacional ao acordo de Basileia em 1994. No cenário internacional, ocorreu a crise mexicana neste mesmo ano. Internamente, o Banco Central adotou uma série de medidas para conter os efeitos da crise, como o aumento da taxa de juros, aumento dos compulsórios sobre os depósitos à vista, à prazo e sobre os créditos concedidos (FUCIDJI; MENDONÇA, 2007).

Estes fatores somados resultaram em altas taxas de inadimplência no setor, redução na oferta de crédito e uma mudança no perfil de atuação do setor bancário, que passou a apresentar aversão ao risco nas aplicações.

O gráfico 4 apresenta a evolução da inadimplência, novos registros juntos ao serviço de proteção ao crédito – SPC, que por sua vez, é um bureau de crédito no país que disponibiliza informações sobre inadimplência para fins de decisões de crédito por parte dos agentes. O gráfico mostra claramente a elevação deste indicador no período imediatamente posterior ao início do plano real, no qual os bancos aumentaram o volume de crédito disponibilizado na economia, mas a qualidade do mesmo não acompanhou este movimento. Estes fatores somados a crise mexicana resultaram no aumento observado no gráfico entre junho de 1994 e 1996. O pico de inadimplência no período posterior a 1997 também foi um efeito proveniente dos fatores macroeconômicos do período.

Gráfico 4 Evolução da Inadimplência



Fonte: Elaboração própria. Dados extraídos do Banco Central (2013).

Frente à possibilidade de uma crise sistêmica, o governo criou o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) e o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER). De acordo com Fucidji e Mendonça (2007), pelo PROES os bancos estaduais passaram ao controle estatal da União para serem posteriormente privatizados. O PROER favorecia a mudança de controle dos bancos privados e oferecia incentivos à recuperação. Essas duas medidas favoreceram a entrada de bancos estrangeiros no mercado nacional.

Mesmo com a abertura do setor, a oferta de crédito continuou relativamente baixa. Fucidji e Mendonça (2007) oferecem duas explicações para o observado: a estrutura do mercado e as estratégias das firmas bancárias. Quanto à estrutura, os autores afirmam que a entrada dos bancos estrangeiros promoveu um aumento da concentração do setor. Contudo, os autores citam o estudo de Nakane (2001), que estimou a elasticidade da oferta de crédito do mercado ao aumento da oferta de um banco. A conclusão de Nakane (2001) foi a de que apesar de altamente concentrado, o mercado não pode ser considerado não competitivo.

Quanto às estratégias das firmas bancárias, os autores afirmam que os bancos entrantes adotaram a mesma estratégia de atuação que já era realizada pelos bancos nacionais e resultantes da crise mexicana. Posteriormente, a crise da Rússia, em 1998, e a crise asiática de 1997 desestabilizaram a economia nacional. Do início do plano real até este ponto, houve um progressivo desgaste da âncora cambial como instrumento básico da política econômica. A medida se tornava cada vez mais onerosa por dois motivos: deterioração da conta corrente, aumentando os passivos do país e a necessidade de compensar esse déficit externo mediante entrada de capitais, via taxas de juros elevadas.

Essa política poderia ser sustentada enquanto houvesse espaço para a ampliação do endividamento, tanto externo, quanto público. Em 1998, o resto do mundo deixou de financiar o Brasil e a rolagem da dívida passou a ser feita a taxas de juros proibitivas. O Banco Central trocou a âncora cambial pelo sistema de metas de inflação. Estes eventos contribuíram para reforçar o perfil de atuação bancária já vigente.

Em 2001 ocorreu ainda a crise energética no país. O movimento de privatização das estatais gerou baixos investimentos no setor energético, e o resultado da crise foi a queda no crescimento do PIB do período.

Conforme mostra o gráfico 3 após 2004 a maior estabilidade econômica permitiu avanços na concessão de crédito. A trajetória do mercado até este ponto evidência que a necessidade de conter a inflação definiu a política monetária e a economia como um todo. Em consequência, investimentos foram reduzidos, bem como a produtividade e o avanço tecnológico brasileiro. Estes fatos tornam ainda mais relevante a necessidade de reduzir os custos provenientes de uma estrutura institucional ruim. Conforme visto no capítulo anterior, as taxas de juros bancárias incorporam as expectativas de inadimplência e recuperação, ou seja, encarecem ainda mais o crédito, que já é custoso no país em função do esforço de estabilização. Aith (2000) calcula que cerca de 10 a 30% do spread bancário no Brasil é devido à ineficiência do judiciário.

O gráfico 5 apresenta a evolução do spread médio das operações de recursos livres. O movimento desta variável claramente acompanhou a política monetária estabelecida pelo Banco Central frente aos eventos ocorrido na economia conforme exposto. O pico no período posterior à instalação do plano real representa o esforço na política monetária de conter a alta demanda proveniente da estabilização de preços e baixa taxa de câmbio. No período posterior

a 1998 o gráfico apresenta um movimento de queda lenta e gradativa dos spreads, novamente, em função da maior estabilidade e fatores macroeconômicos.

Gráfico 5 Evolução do spread bancário



Fonte: Elaboração própria. Dados extraídos do Banco Central (2013).

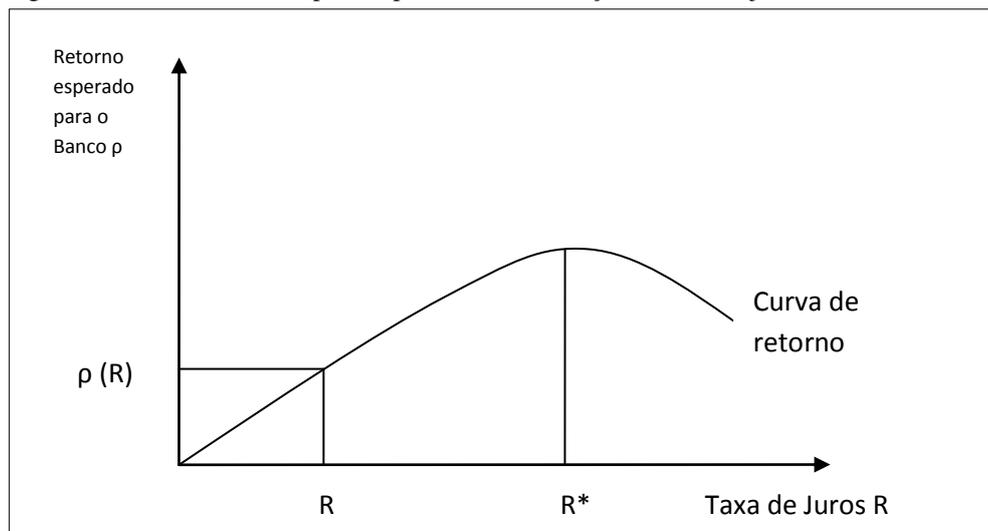
No próximo item será apresentada a teoria de equilíbrio no mercado de crédito desenvolvida por Stiglitz e Weiss (1981), que assume assimetria de informações, e prevê a existência de racionamento de crédito.

4.2 O EQUILÍBRIO NO MERCADO DE CRÉDITO

A análise de equilíbrio que é utilizada neste trabalho está de acordo com o modelo desenvolvido por Stiglitz e Weiss (1981). Os autores tomam como premissa a assimetria de informação. Este conceito pode ser definido da seguinte forma: os tomadores de crédito possuem diferentes perfis de risco na escolha dos investimentos que pretendem realizar. Os bancos, ao conceder o crédito para estes investimentos, não tem como identificar o perfil de cada tomador. A única informação que as instituições financeiras possuem é a distribuição estatística da população de tomadores de acordo com o nível de risco.

A consequência da premissa de assimetria de informação é que o de retorno esperado dos bancos é uma função não-monotônica da taxa de juros nominal dos empréstimos, conforme a figura 1.

Figura 1 Curva de retorno esperado pelo banco em função da taxa de juros.

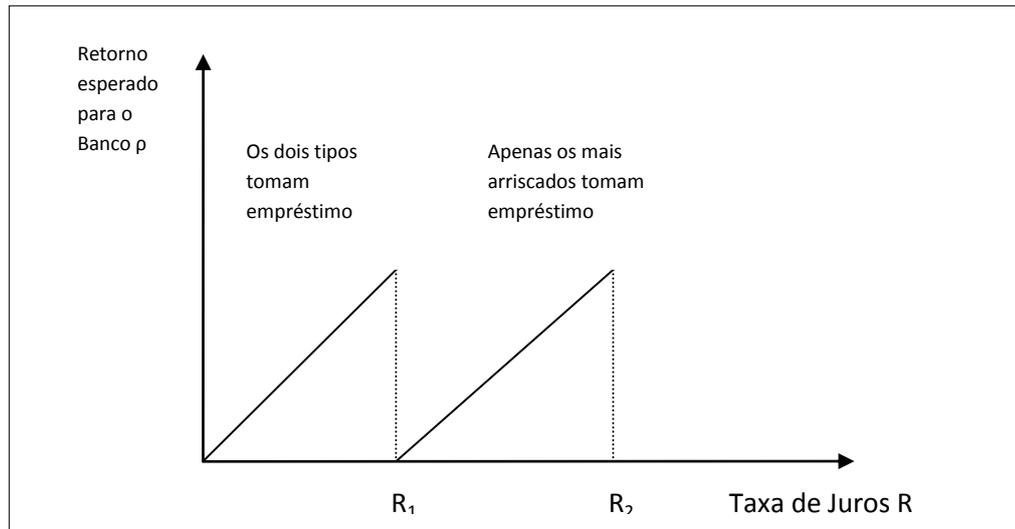


Fonte: Elaboração própria baseada em Freixas e Rochet (1997).

A função de retorno esperado pelo banco assume esta forma, pois, as características dos empréstimos oferecidos pelo banco irão atrair tomadores com diferentes perfis de risco. Assumindo que o retorno para a firma de um projeto de investimento aumenta conforme cresce o risco do projeto, quanto maior a taxa de juros determinada pelos bancos, menor o número de firmas que podem se habilitar ao crédito. Isso ocorre porque apenas os projetos com altos retornos conseguem arcar com taxas de juros mais altas.

Ou seja, conforme aumentam as taxas de juros, o banco irá selecionar projetos com riscos maiores. Este fenômeno é denominado pela literatura econômica de seleção adversa. A figura 2 demonstra esse processo.

Figura 2 Retorno esperado da instituição financeira



Fonte: Elaboração própria baseada em Stiglitz e Weiss (1981).

A curva apresentada na figura 1 nada mais é que o agregado do fenômeno apresentado na figura 2. De tal forma que conforme aumenta a taxa de juros, o risco aumenta, e o retorno esperado para o banco sobe a taxas decrescentes, chega a um ponto ótimo, R^* , a partir do qual os retornos para os bancos são decrescentes.

Este processo mostra que o aumento das taxas de juros por parte do banco não necessariamente implica em um maior retorno para o banco. Isso ocorre pois, conforme cresce o risco do projeto, mais incertos ficam os seus retornos, sendo que boa parte dos projetos podem falhar e acabar não pagando seus custos. A ideia principal por trás dessa análise é a de que os bancos determinam as taxas de juros e a quantidade a ser emprestada.

De acordo com Freixas e Rochet (1997), o formato da curva de retorno esperado pelo banco pode também ser explicado pelo conceito de custos de verificação, e pelo risco moral. Os custos de verificação são inseridos na análise por Williamson (1987). A idéia é a de que o banco pode tentar reduzir a assimetria de informação e aumentar o seu conhecimento a respeito do tomador fazendo auditorias no projeto. Contudo, estas auditorias geram custos.

Estes reduzem o retorno esperado pelo banco, pois, um aumento das taxas de juros agora irá selecionar apenas os projetos que oferecem retornos suficientes para pagar a taxa mais alta e pagar os custos de verificação.

O conceito de risco moral trata do assunto de forma similar ao caso da seleção adversa. Contudo, é inserida a variável tecnologia. O argumento é o de que existem duas tecnologias que o tomador pode escolher para a realização de seu projeto. Uma tecnologia boa, que oferece um retorno menor, mas uma probabilidade maior de dar certo, e o inverso. Ou seja, a boa tecnologia oferece um risco menor e um retorno menor.

O nível da taxa de juros irá determinar a escolha da tecnologia utilizada, as taxas maiores selecionam os projetos que utilizam a tecnologia ruim. A decisão do banco fica então entre qual o perfil de risco que a instituição quer financiar versus retorno que o banco espera obter em suas operações.

De acordo com Freixas e Rochet (1997), a análise de equilíbrio entre oferta e demanda de crédito que considera a assimetria de informação e o problema de seleção adversa, risco moral ou de custos de verificação prevê a existência do fenômeno do racionamento de crédito.

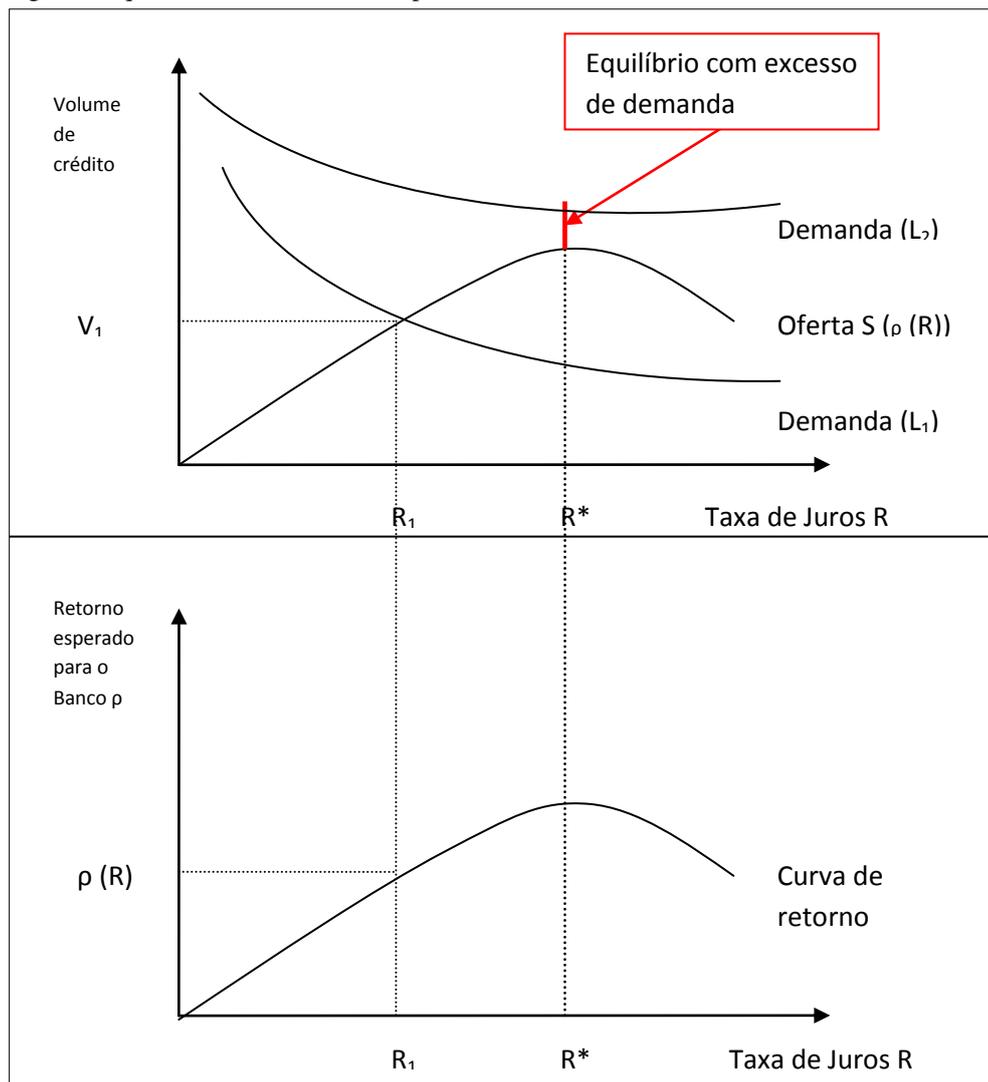
O racionamento ocorre quando em determinada taxa de juros, o banco escolhe atender uma quantidade de solicitações de empréstimo menor do que a demandada. Freixas e Rochet (1997) definem equilíbrio com racionamento de crédito como um fenômeno que ocorre sempre que a demanda de alguns tomadores de empréstimo não é atendida, mesmo que o tomador esteja disposto a pagar todos os elementos de preço e não preço de um contrato de empréstimo.

Por elementos de não preço os autores se referem ao colateral exigido em garantia. Os elementos de preço são as taxas de juros, que na modelagem, não são restringidas pelo governo. Ou seja, se tratam dos casos nos quais a demanda excede a oferta de crédito, apesar dos bancos conseguirem aumentar indiscriminadamente suas taxas de juros.

O racionamento de crédito não se aplica aos casos em que um tomador não é aprovado por não possuir as garantias necessárias. Da mesma forma, o fato de o tomador estar pronto para aceitar qualquer aumento da oferta a uma dada taxa de juros, não significa necessariamente que o crédito está sendo racionado.

Freixas e Rochet (1997) demonstram como ocorre o equilíbrio em condições de assimetria de informação e racionamento de crédito. A figura 3 ilustra a análise. De acordo com os autores, em um mercado competitivo, a função de demanda de crédito é decrescente de acordo com a taxa de juros. A função de oferta irá depender dos custos do financiamento. A figura 3 mostra como ocorre o equilíbrio em mercados competitivos.

Figura 3 Equilíbrio em mercados competitivos



Fonte: Elaboração própria baseada em Freixas e Rochet (1997).

Pela demanda representada por L1 o equilíbrio de mercado se dá na intersecção das linhas de oferta e demanda em R_1 . Pela curva de demanda for L2, oferta e demanda não irão cruzar, contudo, de acordo com os autores, este é o caso de equilíbrio em condições de racionamento de crédito, no qual apenas alguns tomadores serão atendidos.

Resumindo, o volume de crédito ofertado pelo banco não depende apenas do total captado, depende também da escolha em que o banco faz em termos de risco e retorno dos projetos a serem financiados.

As taxas de juros passam então a ser o mecanismo pelo qual o banco seleciona o público que atende esses critérios, ou os projetos que atendem esses requisitos.

Conforme exposto no capítulo anterior, as leis de falências afetam as taxas de juros exigidas pelos bancos. Ou seja, a curva de retorno do banco e da oferta de crédito pode deslocar de acordo com a maior expectativa de recuperação de valores em caso de falência. Em países que possuem leis de falências que dão prioridade aos credores, as chances de recuperação de crédito em caso de falência aumentam, logo as taxas de juros exigidas pelos bancos para empresas que não estão em falência são menores. Supondo um projeto igual, e as condições da economia iguais, o retorno exigido pelo banco para financiar um projeto de investimento em países que oferecem uma garantia institucional maior de recuperação dos créditos em caso de insolvência é menor.

De acordo com Laux (2006) existem ainda evidências de que o mercado brasileiro possui racionamento de crédito. Nas palavras do autor, Laux (2006, p. 24):

O canal de crédito tem ainda como premissa que parte da nova oferta dos bancos é utilizada pelos consumidores. Se o banco disponibilizar maior ou menor quantidade de crédito em virtude de alterações na política monetária, mas não houver demanda para estas linhas, o volume de empréstimos mantém-se inalterado. Como há forte limitação de crédito no Brasil, a hipótese de aumento de empréstimos após aumento da oferta bancária é perfeitamente plausível. Exemplo do forte racionamento de crédito no país são as instituições não bancárias que cobram taxas maiores do que a dos bancos e apresentam volume crescente de empréstimos. Essa demanda advém justamente da grande parcela da população sem acesso a crédito bancário no país.

Em outra passagem, o autor cita três aspectos que evidenciam a presença de racionamento de crédito no mercado brasileiro, Laux (2006, p. 86):

O racionamento de crédito do Brasil pôde ser verificado em três aspectos analisados: (i) na demanda por crédito fora do sistema bancário, mesmo cobrando taxas mais altas; (ii) no aumento do volume em operações de crédito pessoal após a adoção do crédito consignado; (iii) no alto volume para operações cobrando altas taxas de

empréstimo. O primeiro motivo evidencia que há clientes não atendidos pelos sistemas tradicionais de empréstimo. Há clientes que demandam empréstimos, mas são considerados de grande risco pelos bancos. Esse resultado está em linha com as idéias gerais de Stiglitz e Weiss (1981). O segundo motivo mostra que há clientes que não entram no mercado dada a alta taxa de juros, sinalizando que pode haver aumento no volume contratado com redução das taxas. O terceiro motivo indica que os bancos estão mais propensos a oferecer empréstimos de menor prazo, em geral com menor risco.

Foi visto também que o formato da lei define os incentivos aos gerentes de optarem por investimentos mais arriscados ou não. Quando existe a possibilidade de os acionistas receberem uma parcela na distribuição do valor da empresa no código de falências do país, as variações da RPA, os gerentes de empresas saudáveis tendem a favorecer o risco. Bebchuk (2002) justifica essa conclusão pelo fato de que quando o projeto é bem sucedido os sócios conseguem reter o lucro do projeto, e quando o projeto falha, o prejuízo é distribuído entre os sócios e credores. Ou seja, o perfil de risco das escolhas de projetos realizadas pelos gerentes pode também mudar de acordo com as normas de falência do país.

Os bancos escolhem então os volumes a serem ofertados de crédito de acordo com as interações dessas variáveis. O objetivo deste trabalho é verificar essas hipóteses teóricas. Para tal, a comparação entre países é dificultada pelo fato de que as condições macroeconômicas mudam entre eles.

No caso brasileiro, a reforma da lei de falências permite a comparação entre dois períodos dentro da mesma economia. O próximo capítulo buscará verificar se o crescimento da oferta de crédito foi impactada pela reforma da lei.

5 ANÁLISE ECONOMÉTRICA

A metodologia utilizada neste trabalho segue as regressões realizadas por Araújo e Funchal (2005); Araújo e Funchal (2006), Araújo e Funchal (2009) e Araújo, Funchal e Ferreira (2012). Conforme exposto no item anterior, a premissa deste trabalho é a de que os bancos definem o volume de crédito a ser disponibilizado ao público de acordo com o retorno que esperam receber. Ou seja, a análise pode ser enquadrada na perspectiva *ex ante*.

Este retorno é influenciado pelo perfil de risco dos tomadores e pelos fatores macroeconômicos como a taxa de juros da economia, estabilidade e inadimplência. Conforme visto no capítulo 3, quanto maior a probabilidade de recuperar os valores inadimplidos e a proteção aos credores, menor a avaliação de risco das operações. Em consequência, menores as taxas de spread que os bancos cobram. O que significa que o perfil de risco do público com o qual o banco trabalha passa a ser menor.

Por outro ângulo, quanto maior a punição que as empresas esperam obter em caso de inadimplência, menores os riscos que os gerentes estarão dispostos a assumir, ou seja, menor o risco moral. A premissa deste trabalho é a de que o agregado dessas interações é um crescimento maior do volume de crédito disponibilizado na economia. Este capítulo realiza uma análise econométrica que investiga a relação específica entre o volume de crédito e a mudança formal da lei. O gráfico 3 mostra que no período recente houve um crescimento do crédito. O que o modelo tenta verificar é se este crescimento foi impactado pela alteração na lei de falências ocorrida no Brasil em 2005.

5.1 FONTE DOS DADOS

Os dados utilizados na modelagem foram coletados de acordo com os seguintes critérios:

- a) **volume de crédito:** dados provenientes do sistema de gerenciamento de séries do Banco Central. Foram consideradas apenas as operações de médio e curto prazo registradas pelas pessoas jurídicas, recursos livres. A série utilizada é de janeiro de 2002 até setembro 2012. A variável é representada por *I_OPERCRED*. O modelo utiliza o logaritmo do somatório das operações das

pessoas jurídicas com a finalidade de detectar o crescimento da variável ao longo do período analisado;

- b) **taxa de câmbio:** dados provenientes sistema de gerenciador de séries temporais Banco Central. A variável representa a variação do câmbio no período e tem a finalidade no modelo de representar os impactos de crises internacionais. A série utilizada é de janeiro de 2002 até setembro de 2012. A variável é representada por TXCAMBIO;
- c) **taxa de inadimplência:** dados extraídos do sistema de gerenciador de séries temporais do Banco Central. A variável representa o risco de inadimplência, que aumenta ou reduz a importância de mecanismos de proteção ao credor e de sistemas de resolução de insolvência. A série utilizada é de janeiro de 2002 até setembro de 2012. A variável é representada por TXINAD;
- d) **taxa de desemprego:** dados extraídos sistema de gerenciador de séries temporais do Banco Central. A variável busca captar o nível de atividade econômica. A série utilizada é de janeiro de 2002 até setembro de 2012. A variável é representada por TXDESEMP;
- e) **índice de preços:** dados extraídos da base da Fundação Getúlio Vargas. Corresponde ao índice geral de preços do mercado. A série utilizada é de janeiro de 2002 até setembro de 2012. A variável é representada por IGPM;
- f) **crescimento econômico:** dados extraídos do sistema de gerenciador de séries temporais do Banco Central. Variável é o logaritmo do produto interno bruto – PIB, e busca captar o nível de atividade econômica interna. A série utilizada é de janeiro de 2002 até setembro de 2012. A variável é representada por l_PIB;
- g) **variável dummy:** variável que capta o efeito da reforma da lei de falências. A dummy é igual a 1 no período entre março de 2005 e setembro de 2012. De janeiro de 2002 até fevereiro de 2005 a variável é equivalente a zero. A variável é representada por DUMMY.

5.2 O MODELO

O modelo toma a variável de crédito como dependente e as demais variáveis como independentes. A equação 1 representa essa interação. Será utilizado o logaritmo do volume de operações de crédito como variável dependente. O impacto da reforma é medido por intermédio de uma variável dummy, que é equivalente a um para o período após a reforma e igual a zero para o período anterior. Serão utilizadas também algumas variáveis que visam representar as condições macroeconômicas como taxa de cambio e taxa de desemprego. O método econométrico utilizado é o dos mínimos quadrados ordinários. Serão utilizadas 129 observações que correspondem ao período entre janeiro de 2002 até setembro de 2012.

$$(1) \quad \text{Ln OPERCRED} = \beta_1 \text{TXINAD} + \beta_2 \text{TXCAMBIO} + \beta_3 \text{TXDESEMP} + \beta_4 \text{IGPM} + \beta_5 \text{LnPIB} + \beta_6 \text{DUM} + \varepsilon_t$$

A tabela 1 apresenta os resultados da regressão. A taxa de inadimplência apresenta uma relação inversa ao crescimento do crédito, ou seja, quanto maior a inadimplência, menor o crescimento. A taxa de desemprego apresenta o mesmo comportamento, ou seja, quanto maior o desemprego na economia, menor o crescimento do crédito. O crescimento econômico mostrou forte correlação com o volume de crédito, o que confirma a análise realizada no início do capítulo 4. Quanto à variável dummy, sendo:

$$H_0 = \beta_6 = 0$$

$$H_1 = \beta_6 \neq 0$$

A um nível de significância de 5% pode-se rejeitar H_0 . Ou seja, os resultados estão de acordo os demais trabalhos na área que sugerem que existe uma interação entre a mudança na lei e o crescimento das operações de crédito.

Tabela 1 Regressão MQO

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Amostra: Observações de 01/2002 até 09/2012

Número de observações: 129

Variável dependente: *L_OPERCRED*

<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>
C	6,733	0,680	9,896	<0,00001
TXINAD	-0,052	0,015	-3,506	0,001
TXCAMBIO	0,001	0,001	1,943	0,054
TXDESEMP	-2,607	0,676	-3,858	0,000
IGPM	0,164	0,089	1,849	0,067
L_PIB	0,903	0,050	18,042	<0,00001
DUMMY	0,048	0,023	2,068	0,041
Média var. dependente	17,637	D.P. var. dependente	0,365	
Soma resíd. quadrados	0,365	E.P. da regressão	0,055	
R-quadrado	0,979	R-quadrado ajustado	0,978	
F(6, 122)	929,368	P-valor(F)	0,000	
Log da verossimilhança	195,441	Critério de Akaike	-376,881	
Critério de Schwarz	-356,862	Critério Hannan-Quinn	-368,747	
Ro	-0,004	Durbin-Watson	1,994	

Fonte: Elaboração própria (2013).

Este trabalho não visa estender a análise econométrica para verificar se a interação dessas duas variáveis ocorre efetivamente de acordo com o previsto na literatura. Contudo, no capítulo 3 foram expostos alguns trabalhos que já avançaram neste sentido, como o trabalho de Boas (2010) que verificou o impacto da lei nas taxas de spread, Araújo, Funchal e Ferreira (2012) que verificaram a mudança na maturidade das operações de crédito em função da alteração institucional.

A análise de autocorrelação estabelecida via estatística Durbin-Watson não rejeita H_0 . A hipótese nula, H_0 , representa a ausência de autocorrelação serial. O intervalo para não rejeitar H_0 no teste Durbin-Watson, dada a amostra de 129 observações e 6 graus de liberdade, fica entre 1,81 e 2,19, e a estatística apresentada na tabela 1 está dentro deste intervalo. Adicionalmente, foi realizado o teste Breusch- Godfrey para reforçar os resultados do teste Durbin Watson. A hipótese nula de ausência de correlação dos resíduos não pôde ser rejeitada neste segundo teste.

Tabela 2 Teste Breusch- Godfrey

Teste de Breusch-Godfrey para autocorrelação até a ordem 2

MQO, usando as observações 2002:01-2012:09 (T = 129)

Variável dependente: RESID

	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-t	p-valor
C	0,0029	0,6848	0,0043	0,9966
TXINAD	0,0015	0,0152	0,1003	0,9203
TXCAMBIO	0,0000	0,0005	0,0309	0,9754
TXDESEMP	-0,0003	0,6811	-0,0005	0,9996
IGPM	-0,0015	0,0895	-0,0130	0,9871
I_PIB	-0,0007	0,0504	-0,0130	0,9896
DUMMY	0,0012	0,0235	0,0508	0,9596
RESID(1)	-0,0050	0,0918	-0,0540	0,9570
RESID(2)	-0,0681	0,0924	-0,7366	0,4628

R-quadrado não-ajustado = 0,004515

Estatística de teste: LMF = 0,272151,

com p-valor = $P(F(2,120) > 0,272151) = 0,762$

Estatística alternativa: $TR^2 = 0,582484$,

com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(2) > 0,582484) = 0,747$

Ljung-Box $Q' = 0,582842$,

com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(2) > 0,582842) = 0,747$

Fonte: Elaboração Própria (2013).

Foi realizado um teste de White para verificar a existência de heterocedasticidade no modelo, e não foi possível rejeitar H_0 . Resultados são apresentados na tabela 2 abaixo:

Tabela 3 Teste de White

Hipótese nula (H_0):	sem heteroscedasticidade
Estatística de teste:	LM = 32,1984
<i>p-valor</i>	$P(\text{Qui-quadrado}(26) > 32,1984) = 0,186642$

Fonte: Elaboração própria (2013).

Resumindo este capítulo, foi os resultados empíricos corroboram com os resultados nos trabalhos já realizados na área, H_0 do coeficiente da variável dummy pode ser rejeitado a um nível de 5% de significância. Não será efetuada a verificação empírica neste trabalho das diversas formas pelas quais estas duas variáveis interagem, como por exemplo, a relação da lei e o spread ou a relação da lei e o risco do tomador. Contudo, ao longo deste trabalho foi realizada uma descrição dos avanços teóricos e acadêmicos nesse sentido. O próximo item conclui o trabalho.

6 CONCLUSÕES

Este trabalho buscou verificar se a Lei de Falências e Recuperação de Empresas – N° 11.101/05, possui relação com o crescimento do volume de operações de crédito observado na economia brasileira no período que se estende até setembro de 2012. Para esta finalidade foi desenvolvida uma regressão utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários obteve resultados similares aos já desenvolvidos sobre o assunto, que sugerem que existe uma relação entre estes dois fatores.

Ao longo do trabalho foram apresentados os meios pelos quais essas duas variáveis interagem, tanto em termos teóricos, quanto os avanços nos trabalhos empíricos. O método utilizado neste estudo pode ser classificado como uma análise de eficiência *ex ante* da lei. Ou seja, as novas normas são observadas pelas empresas que não estão insolventes, e estas ajustam suas escolhas sabendo quais são as sanções que a lei prevê em caso de inadimplência.

Para que essa premissa fosse válida, foi apresentado o conceito de assimetria de informação, ou seja, o banco não tem como saber as características de cada tomador de empréstimo. Foi mostrado também que a partir desse aspecto, pode ocorrer o fenômeno do risco moral. Ou seja, se a lei não prevê conseqüências para o tomador em caso de insolvência ou inadimplência, os gerentes tendem a escolher investimentos mais arriscados, mas que oferecem maiores retornos.

Os bancos respondem então com spreads maiores e um volume menor de crédito a ser disponibilizado para investimentos. As conseqüências gerais são menores taxas de crescimento na economia, de inovação tecnológica e produtividade. O trabalho reforçou que a variável institucional, ou a falha institucional é um fator a ser considerado nesta análise.

O problema que originou essa linha de estudos foram as baixas taxas de crédito apresentadas pela economia brasileira, frente aos demais países. Foi mostrado posteriormente que este fenômeno é resultado das circunstâncias macroeconômicas, como políticas monetárias contracionistas para o controle da inflação. A preocupação central era a de que apesar desses fatores, é possível que parte dos altos custos dos empréstimos fossem devidos à base institucional brasileira. Estas condições somadas, circunstâncias macroeconômicas e falha institucional, acarretam no baixo volume de crédito, e por extensão, baixo crescimento, produtividade, necessidade de importação para atender a demanda interna.

Foi mostrado que a literatura a respeito da reforma da lei faz uma avaliação positiva das mudanças. O modelo deste trabalho e dos demais trabalhos na área sugere que estas variáveis interagem. Em suma, pode-se concluir que as políticas que visam incentivar o crescimento da economia brasileira no longo prazo poderiam considerar os fatores institucionais de modo que a evolução da economia seja realizada de forma sustentável e consistente.

REFERÊNCIAS

- ACHARYA, V.V.;SUNDARAM, R.J.;JOHN, K. *Cross-country variations in capital structures: the role of bankruptcy codes*. Center for Economic Policy Research (CEPR). London Business School, 2004. Disponível em: <
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=548523>. Acesso em: 12 maio 2013.
- AITH, M, O Impacto do judiciário nas atividades das instituições financeiras, Em Pinheiro, A.C. *O judiciário e a economia no Brasil*. São Paulo, Sumaré, 2000. Disponível em: <
<http://www.bcb.gov.br/pec/seminarioecobancr/port/iv%20%20judici%C3%A1rio%20%204j%20sb.pdf>>. Acesso: em 12 maio 2013.
- ARAÚJO, A. *Lei de falências: um comparativo entre a antiga Lei de Falência e a nova lei de recuperação de empresas, aspectos positivos e negativos da alteração, uma abordagem multidisciplinar*. 2010. 155 f. Dissertação (Mestrado profissional em Economia) Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Porto Alegre, RS, 2010.
- ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. Bankruptcy law in Latin America: past and future. *Economia*, Volume 6, Numero 1, Brookling Institution Press, 2005. Disponível em:
 <<http://www.jstor.org/stable/20065488>>. Acesso em: 12 maio 2013.
- ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. A nova lei de falências brasileira e o seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, V. 36, Nº2, 2006. Disponível em: <http://epge.fgv.br/we/BrunoFunchal?action=AttachFile&do=get&target=Aloisio_Bruno.pdf>. Acesso em: 12 maio 2013.
- ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. A nova lei de falências brasileira: primeiros impactos. *Revista de Economia Política*, Vol. 29, Nº 3. 2009. Disponível em: <
<http://www.scielo.br/pdf/rep/v29n3/a11v29n3.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2013.
- ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B.; FERREIRA, R. V. X. The Brazilian bankruptcy law experience. *Journal of Corporate Finance*, 2012. Disponível em: <
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119912000326>>. Acesso em: 12 maio 2013.
- BAIRD, D. G. A world without bankruptcy. *Law and Contemporary Problems*, Vol. 50, Nº2, 1987. Disponível em: < <http://scholarship.law.duke.edu/lcp/vol50/iss2/6> >. Acesso em: 16 junho 2013.
- BEBCHUK, L.A. The *ex ante* costs of violating absolute priority in bankruptcy. *The Journal of Finance*, Vol. 57, Nº. 1, 2002. Disponível em: <
<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2697845?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102205744381>>. Acesso em: 12 maio 2013.
- BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *The Journal of Economic Perspective*. Vol. 9, Nº 4, 1995. Disponível em: < <http://www.nber.org/papers/w5146>>. Acesso em: 12 maio 2013.

BERKOVITCH, E., ISRAELI, R., ZENDER, J.F. The design of bankruptcy law: a case for management bias in bankruptcy reorganizations. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 33, N^o. 4, Cambridge University Press, 1998. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2331127?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102205744381>>. Acesso em: 12 maio 2013.

BOAS, P.M.V. *A influência da lei de falências no spread bancário*. 2010. 51 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, São Paulo, 2010.

BOLTON, P., SCHARFSTEIN, D. Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of Political Economy*, Vol. 104. University of Chicago Press, 1996. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v104y1996i1p1-25.html>>. Acesso em: 12 maio 2013.

BRASIL, Lei n^o 7.661, de 21 de junho de 1945. Lei de Falências. *Diário Oficial da União*, Seção 1, Suplemento de 31 setembro de 1945. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-7661-21-junho-1945-449981-publicacaooriginal-36829-pe.html>>. Acesso em: 19 junho 2013.

BRASIL, Lei n^o 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, Seção 1, 11 de janeiro 2002, p. 1,

BRASIL, Lei n^o 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, Seção 1, Edição Extra, 9 fevereiro 2005, p. 1.

BULOW, J., SHOVEN, J. The bankruptcy decision. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 9, No. 2. 1978. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/3003592?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102205744381>>. Acesso em: 12 maio 2013.

CABRAL, C.; PINHEIRO, A. C. Mercado de crédito no Brasil: O papel do judiciário e de outras instituições. *Ensaio BNDES*, N^o 9. Rio de Janeiro, 1998. Disponível em: <http://www.bndespar.com.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/ensaio/ensaio9.pdf>. Acesso em: 12 maio 2013.

CARVALHO, A. G. *Lei de falência, acesso ao crédito empresarial e taxas de juros no Brasil*. Departamento de Economia. FEA USP, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.febraban.org.br/arquivo/servicos/imprensa/lei%20de%20falencias%20gledson.p>>. Acesso em: 12 maio 2013.

CERQUEIRA, D. R. C. Créditos e inadimplência no sistema financeiro nacional: evolução recente. Nota técnica, *Boletim conjuntural* N^o 42, IPEA, Rio de Janeiro, 1998.

CLAESSENS, S.; KLAPPER, L.F. Bankruptcy around the world: Explanations for its relative use. *World Bank Policy Research Working Paper* nr. 2865, Banco Mundial, 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; KLAPPER, L. Resolution of Corporate Distress in East Asia. *World Bank Policy Research Working Paper* nr. 2133, Banco Mundial 1999. Disponível em:

<http://www.wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1999/09/14/000094946_99072102595391/additional/122522322_20041117163550.pdf>. Acesso em: 12 maio 2013.

CIRMIZI, E.; KLAPPER, L.; UTTAMCHANDANI, M. The challenges of bankruptcy reform. *Policy Research Working Paper 5448*, Banco Mundial, 2010. Disponível em: <http://www.wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2010/10/18/000158349_20101018113213/Rendered/PDF/WPS5448.pdf>. Acesso em: 12 maio 2013.

DAVYDENKO, S.A.; FRANKS, J. Do bankruptcy codes matter? A study of defaults in France, Germany and the U.K. *The journal of finance*, Vol. LXIII, N° 2, 2008.

DJANKOV, S.; EDWARD, L. G. R.; LA PORTA, R.; FLORENCIO, L.S. SHLEIFER, A. The New Comparative Economics. *NBER Working Paper 9608*, 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9608>>. Acesso em: 12 maio 2013.

DJANKOV, S.; MCLIESH, C.; SHLEIFER, A. Private Credit in 129 countries. *NBER Working Paper Nr. 11078*, Cambridge, MA, 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11078>>. Acesso em: 12 maio 2013.

FACHADA, P.; FIGUEIREDO, L. F.; LUNDBERG, E. Sistema judicial e mercado de crédito no Brasil. *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, No 35. Brasília, DF, 2003 Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2003nt35sistemajudicialmercadocredbrasil.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2013.

FUCIDJI, J. R. ; MENDONÇA, D. P. *Os determinantes do crédito bancário: uma análise com dados em painel para as maiores instituições*. Em 35º Encontro Nacional de Economia da ANPEC. Recife, PE, 2007. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2007/artigos/A07A008.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2013.

FREIXAS, X.; ROCHET, J-C. *Micro-economics of banking*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1997.

GERTNER, R., SCHARFSTEIN, D. A theory of workouts and the effects of reorganization law. *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, 1991. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2328856?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102205949661>>. Acesso em: 12 maio 2013.

HART, O. Different approaches to bankruptcy. *NBER Working Paper No. 7921*, 2000. . Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7921>>. Acesso em: 12 maio 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Legal determinants of external finance. *The journal of finance*. Vol 52, N°3, 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5879>>. Acesso em: 12 maio 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. Law and finance. *Journal of Political Economy*. Vol 106, N° 6, 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5661>>. Acesso em: 12 maio 2013.

LAUX, G. *Mercado de crédito no Brasil: características e respostas a choques*. 2006. 90 f. Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas), Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, 2006.

LEE, S. H.; YAMAKA, W. A. Y.; PENG, M. W.; BARNEY, J. B. How do bankruptcy laws affect entrepreneurship development around the world? *Journal of Business Venturing*. Vol. 26, N° 5, 2011. Disponível em:
<<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0883902610000546>>. Acesso em: 12 maio 2013.

LEVINE, R. The legal environment, banks, and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 30, No. 3, 1998. Disponível em:
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=888888>. Acesso em: 12 maio 2013.

MARINE, M.; VLAHU, R. *The economics of bank bankruptcy law*. Editora Springer Nova Iorque, NY, 2012.

NAKANE, M. I. A test of competition in Brazilian banking. *Banco Central do Brasil Working Paper Series*, N° 12. Brasília, DF. 2001. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps12.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2013.

POVEL, P. Optimal ‘soft’ or ‘tough’ bankruptcy procedures. *Journal of Law, Economics, and Organization*. Vol. 15, N° 1999. Disponível em:
<<http://jleo.oxfordjournals.org/content/15/3/659.short>>. Acesso em: 12 maio 2013.

SUCURRO, M. Bankruptcy systems and economic performance across countries: some empirical evidence. *Working Paper* N° 01, Dipartimento di Economia e Statistica . Università della Calabria, 2008. Disponível em:
<http://www.ecostat.unical.it/RePEc/WorkingPapers/WP01_2008.pdf>. Acesso em: 12 maio 2013.

STIGLITZ, J. E. Bankruptcy laws: basic economic principles. Em CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; KLAPPER, L. *Resolution of Financial Distress An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws*. WBI Development Studies, The International Bank for Reconstruction and Development. Washington, D.C., 2001.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit Rationing in market with imperfect information. *American Economic Review*, Vol 71, N° 3 1981. Disponível em:
<<http://www.jstor.org/discover/10.2307/1802787?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102206161871>>. Acesso em: 12 maio 2013.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Asymmetric information in credit markets and its implications for macro-economics. *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol 44, N° 4, Special Issue in Financial Markets, Institutions and Politics, 1992.

WHITE, M. J. Bankruptcy law. Em POLINSKY, M.; SHAVELL, S. *Handbook of Law and Economics*. Vol. 2. Elsevier B.V. 2007. Disponível em:
<<http://www.sciencedirect.com/science/handbooks/15740730>>. Acesso em: 12 maio 2013.

WHITE, M.J. Public policy toward bankruptcy: me-first and other priority rules. *The Bell Journal of Economics*. Vol. 11, No. 2, 1980. Disponível em: < <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3003379?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102206161871>>. Acesso em: 12 maio 2013.

WHITE, M.J. Bankruptcy costs and the new bankruptcy code. *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 2. Papers and Proceedings Forty-First Annual Meeting American Finance Association Nova Iorque, N.Y, 1983. Disponível em: < <http://www.econ.ucsd.edu/~miwhite/2327983.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2013.

WHITE, M.J. The corporate bankruptcy decision. *The journal of economic perspectives*. Vol. 3, N° 2, 1989. Disponível em: < <http://weber.ucsd.edu/~miwhite/white-jep.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2013.

WILLIAMSON, S. D. Costly monitoring, loan contracts, and equilibrium credit rationing. *Quarterly Journal of Economics*, N° 102. MIT Press. 1981. Disponível em: < <http://www.artsci.wustl.edu/~swilliam/papers/qje87.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2013.