

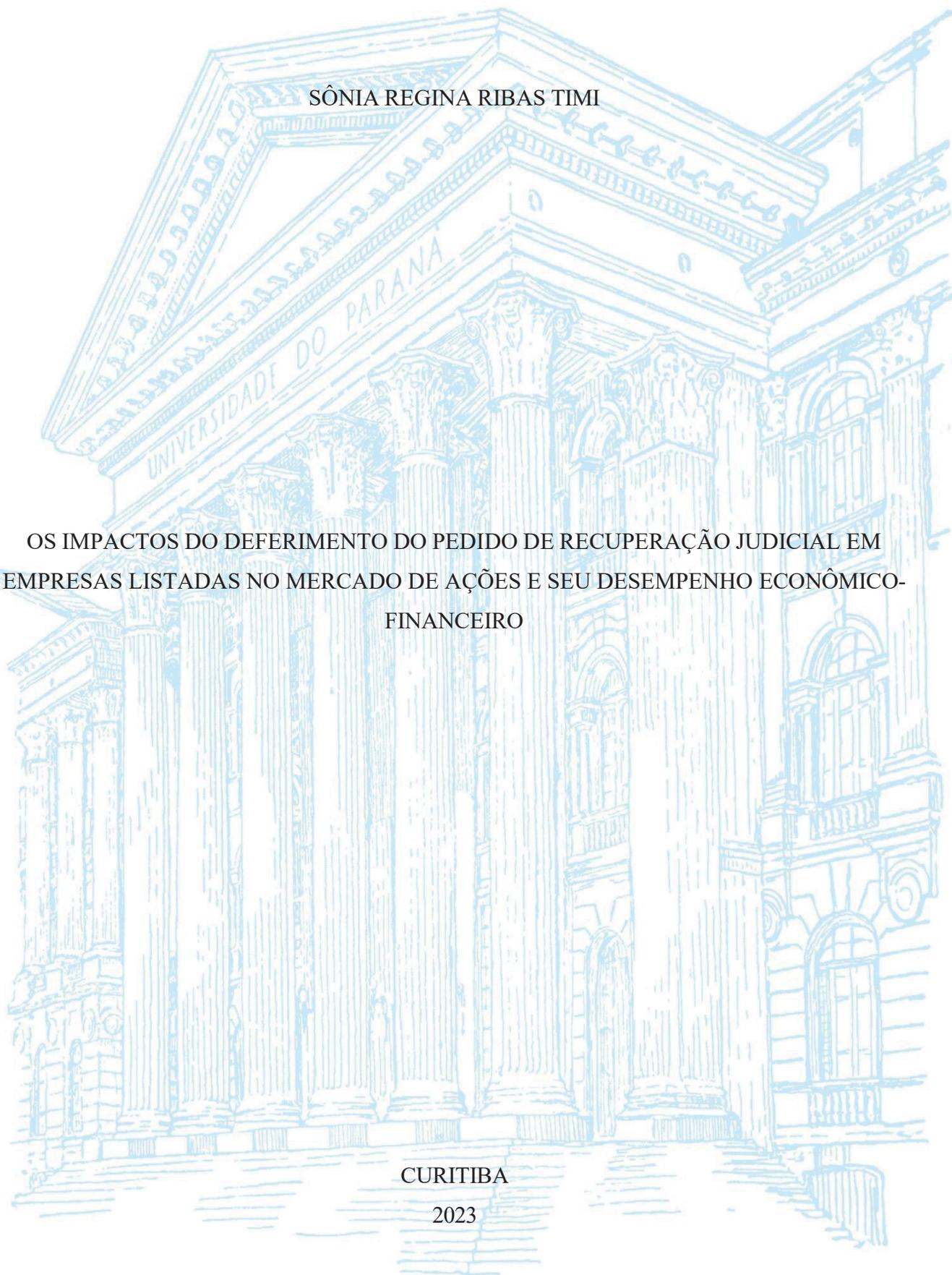
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

SÔNIA REGINA RIBAS TIMI

OS IMPACTOS DO DEFERIMENTO DO PEDIDO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL EM
EMPRESAS LISTADAS NO MERCADO DE AÇÕES E SEU DESEMPENHO ECONÔMICO-
FINANCEIRO

CURITIBA

2023



SÔNIA REGINA RIBAS TIMI

OS IMPACTOS DO DEFERIMENTO DO PEDIDO DE RECUPERAÇÃO
JUDICIAL EM EMPRESAS LISTADAS NO MERCADO DE AÇÕES E SEU
DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós- Graduação
em Contabilidade – Setor de Ciências Sociais Aplicadas
da Universidade Federal do Paraná para obtenção do
título de mestre.

Área de concentração: Contabilidade e Finanças.

Linha de Pesquisa: Contabilidade financeira e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer

CURITIBA

2023

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Timi, Sônia Regina Ribas

Os impactos do deferimento do pedido de recuperação judicial em empresas listadas no mercado de ações e seu desempenho econômico-financeiro / Sônia Regina Ribas Timi. – Curitiba, 2023.
1 recurso on-line : PDF.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer.

1. Recuperação Judicial. 2. Índices (Econômico). 3. Falência – Recuperação. 4. Brasil. [Lei de falências (2005)]. 5. Mercado ações. I. Scherer, Luciano Márcio. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

Bibliotecária: Maria Lidiane Herculano Graciosa CRB-9/2008



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO CONTABILIDADE -
40001016050P0

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da dissertação de Mestrado de **SONIA REGINA RIBAS TIMI** intitulada: **Os impactos do deferimento do pedido de recuperação judicial em empresas listadas no mercado de ações e seu desempenho econômico-financeiro**, sob orientação do Prof. Dr. LUCIANO MARCIO SCHERER, que após terem inquirido a aluna e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestra está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 17 de Agosto de 2023.

Assinatura Eletrônica

20/08/2023 14:48:47.0

LUCIANO MARCIO SCHERER

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

19/08/2023 16:16:45.0

UDO STRASSBURG

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE DO OESTE DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

21/08/2023 14:45:53.0

CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

AVENIDA PREFEITO LOTHARIO MEISSNER, 632 - 1º ANDAR - SALA 120 - CURITIBA - Paraná - Brasil

CEP 80210-170 - Tel: (41) 3360-4193 - E-mail: ppgcont@ufpr.br

Documento assinado eletronicamente de acordo com o disposto na legislação federal Decreto 8539 de 08 de outubro de 2015.

Gerado e autenticado pelo SIGA-UFPR, com a seguinte identificação única: 307886

Para autenticar este documento/assinatura, acesse <https://siga.ufpr.br/siga/visitante/autenticacaoassinaturas.jsp> e insira o código 307886

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu filho Flávio Augusto, pelas horas de conversas e incentivo ao estudo, a meu marido Jorge pelo companheirismo e à minha mãe Circe pela companhia constante.

Ao meu orientador Professor Doutor Luciano Márcio Scherer pela competência, paciência, dedicação ao longo destes últimos anos, e por auxiliar na minha evolução pessoal e profissional.

Aos Professores do Pós-Graduação em Contabilidade (PPGCONT) da Universidade Federal do Paraná (UFPR) com que tive a oportunidade de obter conhecimento e aprender como passar estes conhecimentos em especial ao Professor Doutor Claudio Marcelo Edwards Barros.

Aos funcionários administrativos do PPGCONT sempre muito atenciosos e no pronto atendimento.

Aos colegas que conheci e que me incentivaram nos estudos e torceram por mim nas apresentações dos seminários.

*O critério para avaliar se os atos e as instituições
são justos, boas ou desejáveis é a maximização
da riqueza da sociedade*

Richard Posner

RESUMO

As empresas passam por dificuldade financeira, o *financial distress*, podendo evoluir para a falência. Mas, para evitar a falência e manter o lado social das empresas temos o recurso da Recuperação Judicial. O presente trabalho tem como objetivo verificar os impactos do deferimento do pedido de recuperação judicial em empresas listadas no mercado de ações e o desempenho econômico das empresas neste período. A Lei n.º 11.101/2005, introduziu a figura da Recuperação Judicial no ordenamento jurídico brasileiro, com a finalidade precípua de soerguer empresas que tiveram seu pedido de recuperação judicial deferido. A partir deste deferimento, fizemos um estudo de evento para mostrar o comportamento do mercado financeiros de ações destas empresas e se o comportamento dos índices econômicos acompanham esta linearidade. Para isso, utilizou-se pesquisa descritiva com análise documental por meio de estudo quantitativo. O método do estudo de eventos foi utilizado para mostrar os retornos anormais e normais das ações, e o estudo dos índices econômico para mostrar se estes têm a mesma linearidade do movimento das ações. A amostra contempla as empresas em recuperação judicial, listadas na B3, entre os anos de 2006 e 2021, no total de 21 empresas. Os resultados obtidos apontaram para uma recepção positiva do mercado de ações no dia do deferimento da recuperação judicial, sendo que dos índices econômico-financeiro o perfil da dívida acompanha a mesma linearidade.

Palavras-chave: Recuperação Judicial. Linearidade. Índices Econômico-financeiros. Lei n.º 11.101/2005.

ABSTRACT

Companies face financial difficulties, also known as financial distress, a situation that could evolve to bankruptcy. In order to avoid bankruptcy and protect the social aspect of companies we make use of the Judicial Recuperation resource. This study intends to verify the impacts of the concession of the judicial recuperation in companies that are listed in the stock trading market and the economic performance of this companies after the event. The law 11.101/2005 introduced the judicial recuperation in the Brazilian legal panorama, with the main goal of uplifting companies that had their judicial recuperation plea accepted. From this acceptance, we developed an event study to show market's behavior focusing in stock value of this companies and to verify if the companies' economic indexes follow the stock market linearities. In order to investigate the objectives proposed we used a descriptive methodology with documental analyses in a quantitative study. The event study method was utilized to show the normal and abnormal returns of the stock prices, and the study of the economic indices' method was used to show if these dados have the same linearities as the stock value fluctuations. The sample includes companies undergoing judicial reorganization, listed on B3, between 2006 and 2021, in a total of 21 companies. The results showed a positive reception from the stock market on the day the judicial reorganization was granted, with the economic and financial indicators and the debt profile following the same linearity.

Key Words: Judicial Recuperation, Linearity, financial-economical indexes, Law 11.101/2005

ABREVIACOES E SIGLAS

CAR	Cumulative Average Abnormal Return
CNJ	Conselho Nacional de Justiça
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CRFB/88	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
ECT	Economia dos Custos de Transação
HME	hipótese de mercado eficiente
IFRS	<i>International Financial Reporting Standard</i>
MP	Ministério Público
NEI	Nova Economia Institucional
RF	Recuperação Judicial
STJ	Superior Tribunal de Justiça

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Números de Deferimentos de Recuperações Judiciais	25
Gráfico 2 - Retonos anormais.....	65
Gráfico 3 – Perfil da dívida	68
Gráfico 4 - Boxplot do perfil da dívida	69
Gráfico 5 – Grau de endividamento.....	71
Gráfico 6 - Boxplot do grau de endividamento	72
Gráfico 7 – Liquidez Corrente	75
Gráfico 8 - Boxplot da liquidez corrente	75

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Relação das empresas pesquisadas e empresas excluídas da seleção	50
Tabela 2 - Relação das empresas pesquisadas com data do início da recuperação judicial.....	53
Tabela 3 - Conjunto de dados em painel das 21 empresas em RJ	66
Tabela 4 – Perfil da dívida	68
Tabela 5 - Estatística descritiva do Perfil da dívida.....	70
Tabela 6 – Endividamento Geral	70
Tabela 7 - Estatística descritiva do Grau de Endividamento s	72
Tabela 8 – Liquidez Corrente	74
Tabela 9 – Estatística descritiva da Liquidez Corrente.....	76
Tabela 10 - Sumarização da estatística descritiva.....	76
Tabela 11 - Resultados dos testes de hipóteses dos indicadores	76

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1.....	55
Equação 2.....	55
Equação 3.....	56
Equação 4.....	56
Equação 5.....	56
Equação 6.....	57

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Contextualização	12
1.2 Objetivos da Pesquisa	15
1.2.1 Objetivo Geral	15
1.2.2 Objetivos Específicos	15
1.3 Justificativa: relevância e âmbito da pesquisa	16
1.4 Estrutura da Dissertação	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1 A Recuperação Judicial	18
2.2 A contabilidade e o contador na recuperação judicial	41
2.3 Índices Econômicos	43
3 METODOLOGIA	49
3.1 Tipo de Pesquisa	49
3.2 Coleta de Dados	49
3.3 Estudo de Eventos	51
3.3.1 Definição do Evento e da janela de eventos	53
3.3.2 Janela de Estimação e Determinação de Retornos, Observados, Esperados e Anormais	54
3.4 Procedimentos para teste de hipóteses	58
3.5 Estudo dos Índices Econômico-Financeiros	58
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DO RESULTADOS DA PESQUISA	60
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	78
REFERÊNCIAS	81

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A recuperação judicial no Brasil está com o foco na parte jurídica dos procedimentos e deveria se voltar para a gestão ou administração, ter o foco na parte financeira, assim teríamos a atenção voltada para a relação entre o *financial distress* e a falência das empresas.

Com o advento da Lei n.º 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro a ferramenta da recuperação judicial. Com o objetivo de auxiliar empresas viáveis com dificuldades econômicas, ou dificuldades para saldar suas obrigações correntes e futuras, a recuperação judicial prevê, entre outras possibilidades, a concessão de prazos e condições especiais de pagamento de dívidas vencidas e vincendas, a cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedades, alteração de controle societário e aumento de capital social.

Com a Lei n.º 11.101/2005 houve a alteração do paradigma no tratamento das empresas devedoras no cenário legislativo brasileiro. Antes da inovação legislativa em comento, o que se buscava no processo judicial, ou no tratamento judicial da empresa devedora, era a liquidação mais rápida possível dos ativos, para que os bens de produção organizados retornassem ao mercado e a cadeia produtiva desse espaço para o surgimento de novas empresas, ou seja, para o reaproveitamento do conjunto de bens organizados, ou de suas partes, para a produção de bens ou prestação de serviços.

Sobre esse assunto, Costa (2021) afirma que “a Lei 11.101/2005 inovou ao substituir o instituto da concordata pela recuperação (judicial e extrajudicial), [...] com isso, a falência passa a ser a *ultima ratio*¹. O foco primordial deixa de ser a satisfação dos credores e se desloca para um patamar mais amplo – a proteção judicial do mercado”.

¹ *ultima ratio* - é o último recurso ou último instrumento a ser usado pelo Estado em situações de punição por condutas.

A mudança acontece tardiamente em certa medida, a partir do paradigma do trato da propriedade imposto pela Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 - CRFB/88. Como se demonstra a seguir, a Lei n.º 11.101/2005 vem para compatibilizar o trato judicial da empresa devedora com a noção de que os meios de produção estão inseridos em um contexto maior do que sua capacidade de geração de lucro, interagindo com outros interesses sociais e outros bens de relevância, como o emprego, a renda e a satisfação das necessidades individuais e sociais dos mais diversos gêneros. Além disso, a adoção de uma nova teoria da empresa, a partir do advento do Código Civil Brasileiro, em 2001, também reforçou a necessidade de uma lei de recuperação e falências que conseguisse trazer essa área de fundamental importância para o lugar contemporâneo das atividades empresariais no Brasil.

A partir desse novo contexto legislativo, a recuperação judicial passa a ser, então, manifestação do princípio da função social da empresa e, diferente do paradigma anterior, compreende que possa ser mais benéfico – desde que a empresa recuperanda seja viável – para os sujeitos envolvidos nas dinâmicas de mercado que uma tutela seja oferecida à companhia em crise, visando dirimir o impacto da reorganização dos meios de produção. Esse é o teor do artigo 47 da Lei n.º 11.101/2005: a recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

Portanto, a realização do princípio da função social da propriedade em sua forma dinâmica se dá, no que diz respeito à previsão do artigo 47 da Lei n.º 11.101/2005 citado acima, por meio da proteção da empresa em sua integralidade, conforme sua definição jurídico- legislativa, qual seja: “[...] atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou serviços”, conforme artigo 966 do Código Civil.

Logo, a recuperação judicial compreende o fenômeno da empresa de forma mais ampla do que a falência, prevista no artigo 75 da Lei n.º 11.101/2005, cujo objetivo principal é preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens e permitir a liquidação célere das empresas inviáveis. A recuperação, portanto, preocupa-se com a particular organização de bens que se manifesta na forma de uma empresa específica. É essa organização que ganha tutela para a superação da crise. Juntos, os institutos da recuperação e da falência têm como objetivo claro dar ao corpo social a

melhor solução para a empresa, objeto de interesse coletivo, que enfrenta dificuldades, a depender do caráter sanável ou insanável da crise em questão.

Assim, para preservar a função social da empresa e manter a empresa no mercado a administração da empresa tem que ver a relação entre o *financial distress* e a falência, que nos ensinam Hambrick e D'Aveni (1988): As empresas entram em um espiral descendente de declínio, no início em uma situação saldável financeiramente, quando passam pelo *financial distress* é a piora da sua situação, descendo até chegarem à falência.

Quando a empresa que se vale da recuperação, negocia ativos em bolsa de valores, o procedimento afeta o mercado de maneira direta e pode, eventualmente, produzir retornos anormais. A recuperação judicial, portanto, insere-se no âmbito dos eventos e na expectativa de mercados eficientes que reagem as notícias e as informações públicas precificando os ativos negociados em bolsa de acordo.

Segundo dados da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), até maio de 2021, vinte e cinco empresas listadas junto à instituição se encontravam em recuperação judicial. Cada uma dessas empresas é um exemplo do que se cita acima, ou seja, um exemplo de empresa em que o processo de recuperação judicial não repercute somente junto aos trabalhadores, credores e agentes diretamente ligados a determinada cadeia produtiva, mas também causa impacto no mercado de ações.

Cada etapa do processo, desde o pedido, até o deferimento do pedido, passando pela apresentação e deferimento do plano, é recebida e precificada, despertando o interesse de investidores dos mais diversos setores.

Esta dissertação tem a seguinte questão de pesquisa: Qual o impacto do deferimento do pedido de recuperação judicial no mercado de ações e indicadores econômico-financeiros dessas empresas?

Este estudo se insere no debate da efetiva racionalidade da Hipótese dos Mercados Eficientes, visto que um comportamento racional dos agentes uniformes e igualmente informados deveria resultar na verificação de retornos semelhantes, normais, para a totalidade dos indicadores em questão. Ou seja, na hipótese de os indicadores econômicos apresentarem melhora após o evento em questão, é certo que a informação do deferimento do pedido de recuperação e da melhora dos indicadores deveria gerar um retorno também positivo na precificação dos ativos.

A expectativa, no entanto, é que os resultados se alinhem com a ideia de uma eficiência semiforte de mercado, visto que os índices econômicos analisados e a decisão que defere o pedido de recuperação judicial são exemplos de informações disponíveis publicamente e devem gerar ajustes rápidos no valor das ações. Se esse for o caso, então é restrita a possibilidade de retornos extraordinários a partir dessas informações e, da mesma forma, a longo prazo, a curva de retornos deve seguir a regra de que as grandes flutuações nos preços das ações são nulas.

1.2 Objetivos da Pesquisa

1.2.1 Objetivo Geral

Como apresentado acima, o principal objetivo desta dissertação é verificar o impacto do deferimento do pedido de recuperação judicial em indicadores de mercado de ações e econômico das empresas.

Ou seja, em um primeiro momento, este estudo procura determinar qual é o movimento de recepção do mercado de ações da decisão do deferimento da recuperação judicial e, em um segundo momento, se os indicadores econômicos da empresa seguem ou contrariam este movimento.

1.2.2 Objetivos Específicos

No âmbito dos objetivos específicos, procurou-se delinear os momentos teórico e prático do trabalho:

- Mostrar o impacto no retorno da ação da empresa no mercado, compreendendo o início da recuperação judicial como um momento de determinação de insolvência técnica.

- Mostrar o impacto nos indicadores econômico-financeiros após a recuperação judicial. Mostrando se estes indicadores acompanham o movimento do mercado de ações.

1.3 Justificativa: relevância e âmbito da pesquisa

Diante dos aspectos teóricos apresentados na introdução, cuja finalidade foi contextualizar o debate proposto na pesquisa e apresentar um sintético plano teórico sobre o qual irá desenvolver-se o efetivo trabalho, justifica-se e apresenta-se a adesão da pesquisa ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná pelas razões seguintes.

Tendo em vista que o cenário atual é de crise econômica derivada de um contexto bastante tumultuoso provocado por questões que variam entre saúde pública e políticas econômicas cujo resultado parece bastante aquém do esperado, o uso adequado de ferramentas como o estudo de eventos é fundamental para determinar o comportamento do mercado em cenários dessa natureza e a capacidade de precificação e reação às notícias e aos resultados de empresas que se valem da recuperação judicial para superação da crise.

Para que essa análise possa ser feita, no âmbito da pesquisa, o seu recorte inicial são as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3. Dentro desse universo de mais de 400 empresas, a análise é feita naquelas que ajuizaram o pedido de recuperação judicial e obtiveram o deferimento.

A escolha das empresas listadas na B3 se dá pela disponibilidade das demonstrações contábeis, visto o caráter público desses documentos – exigência legal para que essas empresas possam ofertar suas ações em bolsa de valores, bem como o valor das ações negociadas.

Quanto à aderência do projeto, a área de concentração é a de “Contabilidade e Finanças” e a linha de pesquisa é a de “Contabilidade Financeira e Finanças”, posto que aqui o objetivo é justamente estudar a relação entre a direção dos ativos a partir de um evento específico e sua relação com as demonstrações contábeis que serão explicitadas na metodologia. O trabalho foi desenvolvido no âmbito do “Laboratório de Contabilidade Financeira e Finanças”, que tem como um de seus objetivos “estudar o papel da informação contábil para os usuários externos e sua inter-

relação no processo de tomada de decisões [...]”, e ainda os estudos no âmbito do laboratório citado visam ao “[...] reconhecimento, mensuração e divulgação dos eventos relacionados ao patrimônio das organizações”, sendo que, neste caso, compreendem-se os usuários externos como os agentes do mercado e o evento em questão é o deferimento do pedido de recuperação judicial.

1.4 Estrutura da Dissertação

A presente dissertação está dividida em três seções, começando pela introdução, que contemplou o problema da pesquisa, objetivos gerais e específicos e sua justificativa, delimitando o problema da pesquisa.

Na segunda seção vem a revisão da literatura, o enfoque se deu na recuperação judicial, no mercado, a ligação entre a contabilidade e o direito nos processos de recuperação judicial e nos - indicadores financeiros.

A terceira parte trata do método de pesquisa, do contexto da análise econométrica do estudo de eventos e da análise das demonstrações contábeis, detalhando os resultados obtidos. Termina-se com as considerações finais e apresenta-se a bibliografia utilizada para a pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Recuperação Judicial

No Brasil quando as empresas estão em estado de *financial distress*, isto é, remetida a diversas dificuldades financeiras podem se socorrer utilizando a lei de Recuperação Judicial e Falência. Segundo a teoria financeira essas dificuldades podem ser causadas por fatores exógenos ou endógenos:

Os fatores de endógenos são relacionados aos problemas internos da organização, como má gestão financeira, falha na determinação de uma estrutura de capital ótima, entre outros. Portanto, tais fatores afetam apenas uma determinada organização ou um número pequeno de organizações, no caso de subsidiárias, dentro da mesma linha de negócios. Por outro lado, Ghazali *et al* (2015) os fatores exógenos são mais difundidos, o que significa que estes podem afetar todas as organizações no mercado, geralmente estão relacionados a escassez de recursos no mercado, falta de linhas de crédito a baixo custo ou a crises financeiras (LUNARDI, BILK, JUNIOR, 2017, p. 5)

A Lei n.º 11.101/2005 trouxe a recuperação judicial para o ordenamento jurídico brasileiro, que teve seu paradigma da Lei anterior alterado para evitar que uma empresa encerre seu ciclo de vida com seu fechamento, desde que esta empresa seja viável e com o principal foco de preservar o lado social da empresa. Um dos instrumentos utilizados para reverter processo de desequilíbrio financeiro que pode levar as organizações a insolvência é a recuperação judicial (MALGARIZI, 2021).

A nova Lei de falências tem o mesmo âmbito de incidência da anterior. Ela se aplica à execução concursal (e aos meios de evitá-la, que passam a ser a recuperação judicial e a extrajudicial) do devedor sujeito às normas do Direito Comercial (COELHO, 2018, p. 10). Como se mencionou anteriormente, as mudanças legislativas na matéria de falência ocorreram para refletir a mudança no tratamento da propriedade promovida pela Constituição Federal, especialmente no que diz respeito ao conceito de função social e, também, para refletir as mudanças no tratamento dos meios de produção, que passaram da teoria do comércio para a teoria da empresa com o advento do Código Civil Brasileiro de 2001.

Antes de 2005, a Lei que vigorava no Brasil com foco na falência era o Decreto-Lei n.º 7.661 de junho de 1945, que sofreu alterações em 1990, pela Lei n.º 8.131, sendo revogado pela Lei n.º 11.101/2005. Ou seja, ao contrário de buscar meios para a manutenção da atividade

empresarial em crise, a legislação anterior focava na liquidação ágil dos ativos e no retorno dos meios de produção ao mercado. Além dos instrumentos citados, em 24 de dezembro de 2020, foi promulgada a Lei n.º 14.112/20 que trouxe uma série de atualizações e alterações relevantes para a Lei n.º 11.101/2005. O “espírito” desta última, no entanto, continua o mesmo após a atualização de 2020, qual seja, a análise da empresa como fenômeno social e a compreensão de que sua preservação, quando viável, parece atender mais aos interesses dos agentes envolvidos, do que sua liquidação.

Nesse sentido, Campinho (2017, p. 17) nos ensina que a Lei n.º 11.101/2005 é um somatório de providências de ordem econômico-financeiras, econômico-produtivas, organizacionais e jurídicas, por meio das quais a capacidade produtiva de uma empresa possa da melhor forma ser reestruturada e aproveitada, alcançando uma rentabilidade autossustentável, superando, com isso, a situação de crise financeira na qual se encontra, e, conseqüentemente, atendendo ao interesse público, a função social dos meios de produção organizados e reduzindo o impacto que a legislação anterior, focada na falência, tinha na cadeia de relações mencionada.

A organização empresária está sujeita ao risco, aliás o risco é inerente à organização empresária, segundo Silva (2018, p. 17) “o grande desafio que se apresenta até hoje é o encontro do equilíbrio entre a vocação empreendedora, o apetite para correr riscos e a busca do conhecimento para que estes possam ser minimizados ou até mesmo eliminados, em benefício da prosperidade dos negócios”, sendo que este risco não isenta o empresário de suas responsabilidades, é com essa visão do direito que a recuperação judicial quer preservar a função social da organização. Quando uma empresa entra em recuperação judicial, é inevitável que os credores, os empregados e toda a comunidade suportem o custo dessa decisão. A Lei n.º 11.101/2005 mudou a visão da empresa, para sua preservação e continuidade como nos ensina Peleias (2016, p. 123):

Os princípios adotados na Lei foram a continuidade e preservação da empresa e a transparência, recuperando as que possuem condições para reverter a crise econômico-financeira (doravante crise) e decretando a falência das que não possuem condições. A Lei busca superar a crise e manter a fonte produtora e do emprego dos trabalhadores, atentando para os interesses dos credores.

O lado social da empresa pode ser explicado como se a empresa fosse formada por três círculos, no círculo do meio está o interesse da própria empresa, seu empresário, seus sócios, investidores, acionistas que mantem o controle, e seus gestores e administradores. Já no segundo círculo está o interesse de seus empregados, com o interesse de preservar seus empregos, a melhoria salarial e as boas condições de trabalho, dos consumidores, do fisco, dos fornecedores ou credores, e de toda comunidade que vive em volta desta empresa, já no terceiro círculo, o maior, está o direito coletivo, do que esta empresa pode proporcionar no mercado como um todo (ABRÃO *et al.*, 2015, p. 167).

A Lei n.º 11.101/2005, em seu artigo 47, traz a seguinte redação:

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

Como já se afirmou reiteradamente, a legislação inova justamente por incorporar o conceito de função social, presente na Constituição Federal, que demanda dos meios de produção que realizem interesses para além daqueles direitos de seus detentores, ou seja, a realização dos lucros não é, propriamente, o único interesse a ser perseguido na moldura legislativa brasileira. Isso conecta a empresa a outros objetivos constitucionais, como é o caso da busca pelo pleno emprego, da valorização humana, e do combate às desigualdades sociais e regionais.

A respeito do que é função social, e de seu alcance, Bulgarelli (1985, p. 279) ensina que “Por função social deve-se entender, no estágio atual do nosso desenvolvimento socioeconômico, o respeito aos direitos e interesses dos que se situam em torno da empresa. Daí que a doutrina brasileira assinala essa função relativamente aos trabalhadores, aos consumidores e à comunidade, o que parece evidente”.

Assim, a recuperação judicial foi bem vinda no direito brasileiro, uma vez que oportuniza para a empresa que está passando por um período de dificuldade, mas que possui viabilidade econômica, a chance de, com a tutela do Estado, negociar com seus credores e superar a crise, resultando em um caso de sucesso, considerando este sucesso como a preservação de inúmeros empregos, a circulação do capital e o recolhimento dos impostos, mantendo o lado social da empresa, tirando a característica única do interesse particular e passando para o interesse público

(LAZZARINI, 2009). Essa é a razão do deslocamento da tutela do Estado com a legislação vigente. Deslocada de seu foco anterior, de liquidação, de proteção econômica dos meios de produção, para a proteção social, interrelacional, dos bens e dos interesses que compõem o cenário maior em questão.

Segundo Barros e Coelho (2009) o processo de recuperação judicial é composto por três fases, descritas no capítulo 3 da Lei n.º 11.101/2005, a saber: Do Pedido e do Processamento da Recuperação Judicial, III – Do Plano de Recuperação Judicial e IV – Do Procedimento de Recuperação Judicial, estas fases são: postulatória, deliberativa e de execução.

A fase postulatória começa com o protocolo e distribuição da inicial do processo, pedindo a recuperação judicial, explicando o estado transitório de crise e os motivos, sejam eles macro ou micro, que levaram a empresa a enfrentar sua condição atual de dificuldades. Ainda nessa primeira fase (postulatória) o juízo deverá decidir se processa a recuperação ou não. Caso o juízo entenda que já possui os elementos para determinar que a empresa não tem viabilidade econômica legal, ele decreta a falência, encerrando o processo já na primeira fase. Mas, caso compreenda que os elementos perfunctórios que permitem o processamento da recuperação estão presentes, então o juízo defere o pedido de processamento da recuperação, dando início à segunda fase, a do plano de recuperação.

Nessa segunda fase, o devedor, ou seja, a empresa em crise que pleiteia a recuperação judicial, deve apresentar seu plano de recuperação. O plano é a ferramenta adequada para informar ao juízo, aos credores e ao administrador judicial como a empresa pretende adimplir com suas obrigações e quais ferramentas pretende usar para fazê-lo. A própria legislação dá vários exemplos de ferramentas que podem auxiliar no processo de recuperação, como a mudança do quadro societário, a venda de ativos, a cisão, incorporação ou fusão da empresa, o parcelamento, o desconto em dívidas com credores, entre outras possibilidades que são elencadas pelo legislador a título exemplificativo. Apresentado o plano, os credores em assembleia devem apreciá-lo, analisá-lo, verificando sua viabilidade e a forma como atende aos seus interesses. É certo que, nesse momento, a factibilidade, a exequibilidade, do plano é fundamental para convencer os credores, visto que os interesses mais imediatos envolvidos são os seus.

Dessa análise do plano de recuperação, três resultados são possíveis. O primeiro é a concordância com o plano de recuperação, ou seja, os credores aprovam a proposta do devedor e, conseqüentemente, endossam o processamento e a realização dele. Outra possibilidade é que os

credores não concordem com o plano de recuperação, mas elaborem um que lhes pareça mais factível, ou mais alinhado com seus interesses. Por fim, é possível também que os credores não aprovem o plano de recuperação, requerendo ao juízo que decrete a falência do devedor.

O juízo, diante da decisão dos credores, deve analisar tanto a deliberação em questão, quanto o plano de recuperação. É comum que o juízo determine o processamento do plano, ou a falência do devedor em acordo com a deliberação dos credores, mas o magistrado não está vinculado absolutamente dessa forma. É possível, portanto, que, mesmo contra a deliberação dos credores, o juiz determine o processamento do plano.

Nesse ponto, destaca-se que o juiz não é profissional técnico com conhecimento econômico, financeiro ou contábil para a realização das análises pertinentes, estando limitado à análise dos aspectos legais. Por esse motivo, a figura do administrador judicial e do perito é fundamental. Esse profissional é o responsável por informar o juízo sobre os aspectos técnicos do plano, sua viabilidade, ou inviabilidade.

Independentemente dos termos e condições do deferimento do plano, se a decisão é nesse sentido, ela dá início à execução do plano de recuperação. Essa última fase consiste na fiscalização da realização das etapas do plano, visto que o descumprimento implica a decretação de falência do devedor.

Todos os agentes envolvidos na prestação jurisdicional em questão, desde os credores, passando pelo administrador, até o juízo, incluindo o Ministério Público – MP, tem o dever-poder de fiscalização, ou seja, o papel dos credores não se encerra com as deliberações sobre o processamento do plano, bem como o papel do administrador não se encerra com a orientação técnica do juízo na segunda fase.

Tendo em vista a multiplicidade dos agentes envolvidos, quais sejam, o juiz, o Ministério Público, o administrador judicial, a assembleia geral de credores, o comitê de credores, se existir, pois não é obrigatório (OLIVEIRA, 2007; COELHO, 2009), é importante que se descreva brevemente a função de cada um nos termos da legislação. No que diz respeito ao administrador judicial, a Lei n.º 11.101/2005 prevê suas funções e qualificações exigidas na seção III. O artigo 21 do diploma legal em comento prevê que esse profissional deve ser idôneo e ter formação compatível com o cargo e com os conhecimentos que ele demanda. Por isso, o administrador deve ser escolhido entre advogados, economistas, administradores de empresa e contadores, ou ainda, ser pessoa jurídica especializada.

Entre as funções do administrador judicial se destacam as de informação, podendo, para tanto, ter acesso a todos os documentos do devedor, bem como solicitar informações que julgue relevantes junto aos credores também, e as de administração propriamente dita, o que inclui a contratação de outros profissionais que julgue fundamentais para determinar o real estado das coisas do devedor, isto inclui advogados, contadores, leiloeiros, bem como profissionais que visem garantir segurança patrimonial e conservação, por exemplo. Como se mostrou anteriormente, especificamente na recuperação judicial, o administrador deve fiscalizar as atividades do devedor visando determinar se os termos do plano de recuperação estão sendo cumpridos adequadamente. O administrador, caso constate irregularidades, pode requerer ao juízo que decrete a falência do devedor.

A função de fiscalização se faz pelas diligências que o administrador julgar necessárias e se comunicam ao juízo por meio de relatórios mensais, conforme previsão da alínea “c”, inciso II, do artigo 21 da Lei n.º 11.101/2005. Essa fiscalização também deve ser feita sobre as negociações entre devedor e credores, visando coibir, ou inibir, quaisquer atitudes fraudulentas, ou mesmo que tenham como objetivo dilatar a duração da recuperação e prejudicar o andamento do processo no que diz respeito a outros credores, por exemplo.

Os credores, reunidos em assembleia geral, tem como função na recuperação judicial a aprovação, rejeição ou modificação do plano de recuperação, conforme previsão expressa do inciso I, do artigo 35 da Lei n.º 11.101/2005. Além disso, a assembleia geral de credores pode constituir o comitê de credores, e deve deliberar sobre eventual pedido de desistência do devedor, nomeação do gestor judicial quando o gestor do devedor for afastado, alienação de bens ou direitos do ativo não circulante do devedor, se não prevista anteriormente no plano de recuperação judicial e quaisquer outras questões que afetam o interesse dos credores representados. Essa assembleia é presidida pelo administrador judicial, que deve agir de forma equitativa em relação à totalidade dos credores. Esse é mais um exemplo do papel do administrador, que, como presidente da assembleia, deve agir para assegurar os objetivos do processo, não somente dos credores.

Quanto ao juiz, é certo que ele é o principal personagem da tutela jurisdicional, visto que cabe a ele a tomada de decisão a respeito do processamento da recuperação do deferimento do plano, da análise dos pedidos de falência que, porventura, venham a ser formulados durante a execução e, finalmente, pelo encerramento do processo, em caso de sucesso da execução do plano. Mesmo auxiliado pelo administrador judicial, e, em grande medida, podendo se valer dos

fundamentos das deliberações da assembleia geral de credores, o juiz é o responsável pelas decisões do processo e pela delegação das funções dos demais profissionais. A nomeação do administrador judicial cabe ao juiz, bem como a aprovação dos nomes indicados pelo administrador para atuar no processo.

Por fim, o Ministério Público exerce sua função de *custos legis*, ou seja, de fiscal da Lei. Ao MP cabe verificar a legalidade dos atos do processo, manifestando-se sempre que necessário, inclusive sobre a atuação do administrador judicial. Eventuais responsabilidades criminais reportadas devem ser processadas pelo Ministério Público e a responsabilização civil de qualquer irregularidade do administrador judicial também cabe ao órgão fiscalizador.

Especificamente no que diz respeito ao profissional de contabilidade, é certo que possa atuar como administrador judicial, nomeado pelo juízo. Mas, além disso, esse profissional também pode prestar serviços ao administrador, realizando auditorias, verificando documentos contábeis e sua correção, especialmente quando o administrador judicial não é profissional da área de ciências contábeis. Além disso, o contador também pode prestar serviços às partes interessadas, tanto o devedor quanto os credores, verificando, na condição de assistente técnico, por exemplo, a viabilidade do plano, o valor das dívidas e a execução do plano deferido. A literatura sobre o tema destaca que o profissional de contabilidade pode, inclusive, expedir laudo de viabilidade econômico-financeira do devedor, visando contribuir com a análise que visa determinar a aprovação do plano de recuperação, e ainda, promover avaliação de bens e ativos do devedor (PELEIAS *et al*, 2016; HAHN, 2018).

Compreendidas, mesmo que de forma superficial, as funções dos principais agentes do processo de recuperação, com especial ênfase para as possíveis atividades do profissional de contabilidade, deve-se analisar as exigências para que o pedido de recuperação, que inaugura a primeira fase do processo, seja formulado. O devedor empresário, para entrar com o pedido de recuperação judicial, tem de atender a alguns critérios, que estão no artigo 48 da Lei de Recuperação Judicial (Lei n.º 11.101/2005): Poderá requerer recuperação judicial o devedor que, no momento do pedido, exerça regularmente suas atividades há mais de 2 (dois) anos e que atenda aos seguintes requisitos, cumulativamente:

- I – Não ser falido e, se o foi, estejam declaradas extintas, por sentença transitada em julgado, as responsabilidades daí decorrentes;
- II – Não ter, há menos de 5 (cinco) anos, obtido concessão de recuperação judicial; Não ter, há menos de 5 (cinco) anos, obtido concessão de recuperação judicial com base no plano especial de que trata a Seção V deste Capítulo.

III – Não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos nesta Lei.

§ 1º A recuperação judicial também poderá ser requerida pelo cônjuge sobrevivente, herdeiros do devedor, inventariante ou sócio remanescente.

§ 2º No caso de exercício de atividade rural por pessoa jurídica, admite-se a comprovação do prazo estabelecido no **caput** deste artigo por meio da Escrituração Contábil Fiscal (ECF), ou por meio de obrigação legal de registros contábeis que venha a substituir a ECF, entregue tempestivamente.

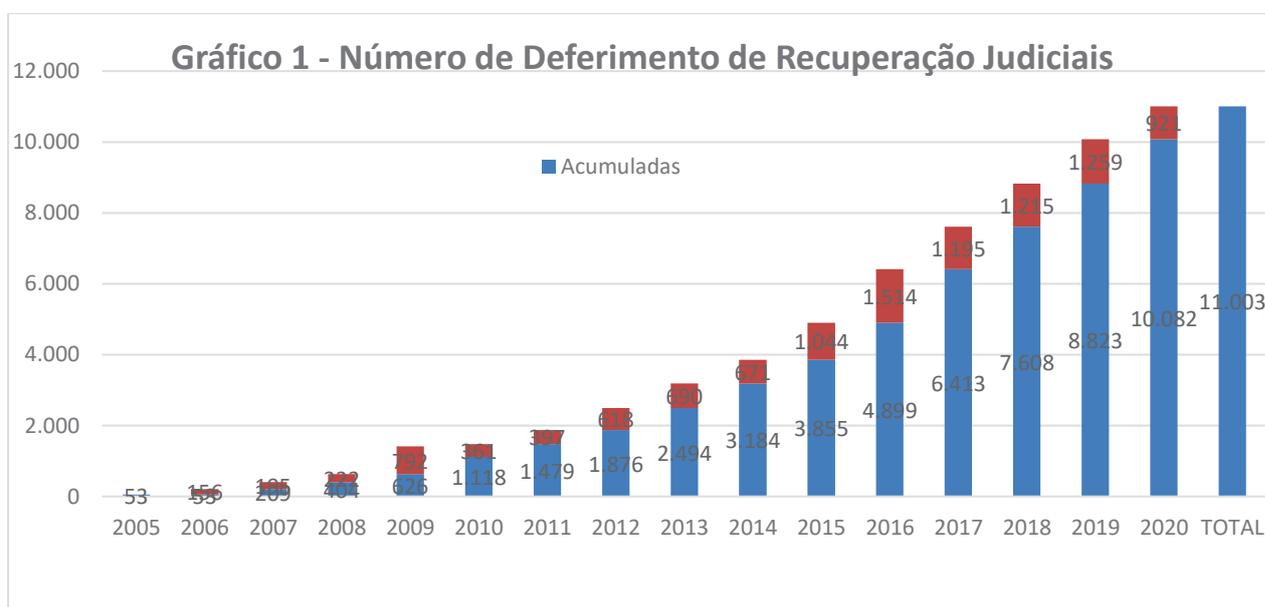
§ 3º Para a comprovação do prazo estabelecido no **caput** deste artigo, o cálculo do período de exercício de atividade rural por pessoa física é feito com base no Livro Caixa Digital do Produtor Rural (LCDPR), ou por meio de obrigação legal de registros contábeis que venha a substituir o LCDPR, e pela Declaração do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física (DIRPF) e balanço patrimonial, todos entregues tempestivamente.

§ 4º Para efeito do disposto no § 3º deste artigo, no que diz respeito ao período em que não for exigível a entrega do LCDPR, admitir-se-á a entrega do livro-caixa utilizado para a elaboração da DIRPF.

§ 5º Para os fins de atendimento ao disposto nos §§ 2º e 3º deste artigo, as informações contábeis relativas a receitas, a bens, a despesas, a custos e a dívidas deverão estar organizadas de acordo com a legislação e com o padrão contábil da legislação correlata vigente, bem como guardar obediência ao regime de competência e de elaboração de balanço patrimonial por contador habilitado.

Segundo a Serasa Experian (2021) muitas empresas brasileiras estão ou já atravessaram dificuldades financeiras, com maior intensidade desde a crise econômica que o Brasil passou em meados de 2015. Do ano que a Lei n.º 11.101/2005 foi homologada até o ano de 2021, mais de 11 mil casos de recuperação judicial foram registrados, conforme gráfico abaixo:

Gráfico 1 -Números de Deferimentos de Recuperações Judiciais



Fonte: Serasa Experian, 2021.

A Lei n.º 11.101/2005 é uma ferramenta que oferece transparência em seus procedimentos, permitindo um controle maior do processo pelos envolvidos. Se bem-sucedida, a recuperação judicial permite com que a empresa saia do processo, sem sua falência decretada, resgatando sua

credibilidade e reestruturando suas atividades, visando à maior sustentabilidade a longo prazo e preservando os diversos interesses envolvidos. Com a tutela da Lei, a empresa tem diversos mecanismos de soerguimento, começando pelo *stay period* que é a suspensão da prescrição e de todas as ações e execuções em face do devedor o disposto no artigo 6º da referida legislação. (BRASIL, 2005).

Assim, apenas tem sentido o pressuposto lógico da viabilidade da empresa para a recuperação judicial, que, conforme Costa (2015, p. 63) coloca, que se aplica às empresas viáveis em crise, visto que seu objetivo é preservar os benefícios sociais e econômicos decorrentes do exercício saudável da atividade empresarial”.

“Em linhas gerais, as empresas tendem a buscar o processo de Recuperação Judicial quando se encontram em uma situação de insolvência, ou seja, suas dívidas com credores, fornecedores, funcionários e obrigações fiscais, são maiores que suas receitas, o que torna impossível a geração de lucro e o cumprimento de suas obrigações. Para isso, é elaborado um pedido formal com a intermediação da justiça, com a finalidade de evitar sua falência” (SILVA, 2021, p.29)

Em outras palavras, o que justifica o processo de recuperação judicial é um momento de crise, em que os credores e devedores terão perdas, porém, se a empresa é viável, o devedor deve reestruturá-la, sendo necessário respeitar a teoria da Dualidade ou Teoria da Distribuição Equilibrada do Ônus na recuperação judicial da empresa, que considera os interesses do devedor ou dos credores, sendo tal teoria nova no Brasil. Esse é um outro ponto que ilustra a vinculação da Lei n.º 11.101/2005 ao novo tratamento da empresa e da propriedade no Brasil a partir dos marcos legislativos já mencionados anteriormente, quais sejam a Constituição Federal de 1988 e a inclusão textual da função social da propriedade, e o Código Civil Brasileiro de 2001 com a adoção expressa da teoria da empresa.

Ao determinar a distribuição equitativa do ônus da recuperação, a legislação reconhece que, para além dos credores, há um interesse maior, um interesse público. Isso porque a distribuição equitativa significa que a manutenção da empresa no mercado representará algum nível de ganho aos credores, mas, também, algum nível de perda. Essa questão pode ser ilustrada com as práticas da concessão de prazo para pagamento, e com os descontos em valores devidos. É evidente que o prazo impacta no valor das obrigações, bem como no fluxo de caixa dos credores, o que significa que a expectativa dos credores não deve ser a de receber a totalidade dos valores nos moldes originalmente acordados. Não se trata, portanto, de um meio sancionador do devedor por sua crise. Esse é o ensinamento de Costa (2015, p. 208):

De acordo com o princípio da distribuição equilibrada de ônus na recuperação judicial da empresa, tanto a devedora, como os credores devem colaborar para que se mantenha em funcionamento a atividade produtiva viável, a fim de que se obtenham os benefícios sociais decorrentes da continuação dessas atividades. Os credores suportam os ônus decorrentes do plano de recuperação judicial da empresa, aceitando deságios, alteração de prazos para pagamentos, alterações nas condições originais dos negócios sujeitos à recuperação judicial. Devem ainda agir de maneira ética e voltada à preservação dos benefícios econômicos e sociais que decorrem do sucesso da recuperação da empresa em crise. É evidente que o objetivo primário (e legítimo) de todo credor será minimizar o seu prejuízo por meio da manutenção da atividade produtiva da devedora.

Como citado anteriormente, uma vez que o pedido de recuperação judicial é protocolado e o pedido de processamento é deferido, o devedor precisa apresentar o plano de recuperação para que a assembleia geral de credores o aprove. O plano de recuperação judicial é o plano que o devedor deve apresentar com o planejamento e demonstrar como vai se reorganizar, quitando suas dívidas. Nesse momento os credores são a figura principal da recuperação judicial, pois na análise do plano, pode ter dois caminhos: a aprovação ou a recusa das condições ali prevista pelos credores, sempre com a anuência do magistrado (MORO JUNIOR, 2011).

Nesse momento, o princípio da distribuição equitativa do ônus deve ter grande destaque, uma vez que, se os credores agem exclusivamente pensando em garantir a maior parcela de seus créditos, em detrimento da satisfação possível do maior número de interesses, incluindo aqueles do devedor, o processo de recuperação estará fadado ao fracasso, o que, no caso de empresas viáveis, é contrário ao interesse dos agentes envolvidos, do mercado, e do público em geral. Logo, compreender a distribuição equitativa do ônus, em tese, garante também aos credores que um mínimo de seus interesses será resguardado e que a cadeia produtiva em questão terá os prejuízos mitigados, em oposição ao processo de falência, que não tem como objetivo mitigar os prejuízos ou garantir o adimplemento mínimo dos interesses dos credores.

Como o *financial distress* eleva o risco para as ações corporativas, é necessário que as empresas tenham cautelas sobre os riscos a elas associados (TRIANZIS & DANIELS, 1995; ALTMAN & HOTCHKISS, 2010). *Por isso, a importância do financial distress*, pois, seu estudo permite a avaliação antecipada do declínio corporativo.

Outro aspecto do processo de salvamento da empresa em crise que merece destaque é o de que a recuperação judicial não é um concurso universal de credores, também não é uma fase pré-falimentar, uma vez que se deve dar o direito da recuperação judicial a empresas viáveis.

Trata-se de uma ferramenta processual que só poderia ser utilizada pelo devedor, ou seja, somente o devedor pode solicitar tutela jurisdicional para renegociar seu passivo, mas com a reformulação da lei os credores têm à sua disposição essa ferramenta como forma de buscar o adimplemento, ou a renegociação das dívidas do devedor .

Apesar de considerar-se que a introdução da figura da recuperação judicial no ordenamento é positiva de modo geral, nem todos os aspectos da legislação em comento são positivos, compreende-se que é possível avaliar como uma parte falha da Lei o fato de que o fisco e os bancos ficaram de fora da recuperação judicial. Além disso, outro aspecto passível de crítica é que, por falta do conhecimento da análise das demonstrações contábeis, o juízo pode ficar sem embasamento adequado e parâmetros técnicos para sentenciar na recuperação judicial, especificamente no momento do deferimento de seu processamento, antes da apresentação do plano de recuperação, determinando a recuperação sem informações suficientes no que diz respeito à viabilidade da empresa em continuar com sua função.

Visando solucionar, ou mitigar esse problema, o juízo da Primeira Vara de Falência e Recuperação Judicial do Estado de São Paulo criou a figura de Perícia Prévia, agora renomeada pela Resolução do Conselho Nacional de Justiça - CNJ, para Constatação Prévia, que nas palavras de Costa (2011, p. 4) consiste em verificar se a empresa ainda existe e se tem uma estrutura compatível com os documentos entregues, longe de ser uma perícia ou um estudo da viabilidade da empresa.

Ainda a respeito dos aspectos da Lei n.º 11.101/2005 que merecem reflexão, pode-se citar o fato de que a previsão do artigo 51, que trata da petição inicial do processo de recuperação, não há nenhuma exigência, mesmo que superficial, para que a empresa apresente documentos visando garantir que sua continuidade seja viável. É certo que o artigo em comento exige, conforme previsto em seu inciso II, que a empresa apresente as demonstrações contábeis relativas aos três últimos exercícios sociais e as levantadas especialmente para instruir o pedido, confeccionadas com estrita observância da legislação societária aplicável e composta por uma série de documentos obrigatórios detalhados nas alíneas “a” a “e”, quais sejam: a) balanço patrimonial; b) demonstração de resultados acumulados, c) demonstração do resultado desde o último exercício social; d) relatório gerencial de fluxo de caixa e de sua projeção e; e) descrição das sociedades de grupo societário, de fato ou de direito.

Ocorre que os relatórios contábeis-financeiros solicitados pela Lei não são necessariamente analisados por profissionais técnicos, capacitados para avaliar aspectos contábeis e econômicos. Como mencionado acima, caso o juízo determine a realização de constatação prévia, o procedimento se limita a uma análise superficial, sem a adequada análise de viabilidade.

A nomeação do administrador judicial se dá, em regra, após o deferimento do processamento da recuperação, o que significa que, até o deferimento em questão, somente

advogados e magistrados têm acesso e condições de análise da documentação apresentada. Visto que esses profissionais não têm conhecimento técnico para análises contábeis e econômico-financeiras, sua avaliação se limita à correção formal dos elementos do artigo 51 da Lei n.º 11.101/2005. Em algumas ocasiões, o plano de recuperação judicial é apresentado sem nenhum embasamento na contabilidade da empresa. Rocha (2018, p. 56) afirma que:

Inexiste, portanto, qualquer critério prévio de análise da viabilidade do agente que requereu a recuperação judicial, sendo que, uma vez deferida a sua recuperação judicial lhe são concedidos diversos benefícios perante os seus credores e que representam um alto risco, tanto ao credor quanto ao próprio sistema econômico, repercutindo no aumento do custo de captação de recursos. Tais incertezas já estão previamente inculcadas no custo de concessão de crédito e captação de recursos no mercado, além de representar um esforço desnecessário ao Poder Judiciário e seus operadores ao aplicarem tempo e dinheiro em um procedimento natimorto.

Outra questão fundamental a ser destacada é que, ainda que a Lei tenha como foco a recuperação da empresa, visando assegurar o cumprimento de sua função social e realizar o interesse público, permite, com a figura da insolvência jurídica, que empresas sejam liquidadas, retiradas do mercado, mesmo que sejam viáveis. Pode-se visualizar como empresas viáveis em crise podem ser alvo da falência, mesmo que a ferramenta da recuperação judicial seja adequada, no art. 94, que prevê as hipóteses de insolvência jurídica, ou seja, que não guardam relação com a insolvência técnica, propriamente fundamentada pela contabilidade, ou por aspectos econômico-financeiros:

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

Em artigo apresentado no Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, em outubro de 2021, discute-se a questão relativa à importância da informação contábil para a decretação de falência ou processo de recuperação judicial do devedor justamente

a partir das noções de insolvência técnica e insolvência jurídica. Esse é um debate oportuno para que se destaque aqui a distinção que deve ser feita entre os requisitos da decretação de falência, e os requisitos para o deferimento da recuperação judicial.

Nessa oportunidade, destaca-se que a determinação da viabilidade ou inviabilidade da atividade empresária para a manutenção de um negócio ou sua célere remoção, visando à realocação eficiente e ligeira dos meios de produção tomados por este ao mercado, é de fundamental importância para a realização dos objetivos da Lei n.º 11.101/2005 e, por conseguinte, dos princípios constitucionais que lhe orientam. Nesse cenário, a importância da introdução de um momento técnico de análise das informações contábeis para o diagnóstico da real situação econômica da empresa é fundamental. Sendo a falência um remédio para comportamento anormal do capital, ou do equilíbrio entre ativos e passivos, que visa tutelar os bens de um devedor empresário, as pessoas, na medida de suas responsabilidades, para garantir o adimplemento de obrigações conforme as previsões legais sobre o assunto, o que mais interessa aqui é como determinar que este desequilíbrio denominado insolvência pode ser constatado para que uma sentença que decreta a falência e, assim, o início próprio da execução concursal, possa ser devidamente fundamentada.

Uma leitura dos conceitos de falência apresentados na literatura sugere que insolvência “é o estado patrimonial do devedor caracterizado pela insuficiência do ativo para saldar o passivo” (RAMOS, 2016, p. 203), ou seja, se a sociedade empresária apresenta ativo menor do que o passivo, do ponto de vista técnico e econômico, está insolvente. Mas, esse critério técnico não é adotado como único para determinar a decretação de falência conforme entendimento do Superior Tribunal de Justiça – STJ em sede de Recurso Especial em que se afirmou que “[...] a insolvência econômica do devedor não é pressuposta para o requerimento ou decretação da falência. Verificadas as situações fáticas previstas em Lei, abre-se aos legitimados a oportunidade para pedir a falência [...]” (REsp 733.060/MG). Assim, para além do conceito técnico econômico de insolvência, é certo que a legislação adota o que se poderia chamar de insolvência presumida. Ou seja, situações que dão motivo para o pedido de falência, mas que não necessariamente se apresentam como uma insuficiência de ativos.

Esta definição vai de encontro com o *financial distress*, definido como a dificuldade financeira das empresas em cumprir com suas obrigações ou dividendos (PLATT & PLATT, 2002)

Diferente do que se viu acima sobre a análise dos requisitos da decretação da falência e da composição do conceito de insolvência que aparece na Lei n.º 11.101/2005, o momento da recuperação judicial incorpora previsões específicas sobre documentos de natureza contábil. Como cita-se anteriormente, o artigo 51 da Lei determina que a petição inicial será instruída com: I – a exposição das causas concretas da situação patrimonial do devedor e das razões da crise econômico-financeira; II – as demonstrações contábeis relativas aos 3 (três) últimos exercícios sociais e as levantadas especialmente para instruir o pedido, confeccionadas com estrita observância da legislação societária aplicável e compostas obrigatoriamente de: a) balanço patrimonial; b) demonstração de resultados acumulados; c) demonstração do resultado desde o último exercício social; d) relatório gerencial de fluxo de caixa e de sua projeção; III – a relação nominal completa dos credores, inclusive aqueles por obrigação de fazer ou de dar, com a indicação do endereço de cada um, a natureza, a classificação e o valor atualizado do crédito, discriminando sua origem, o regime dos respectivos vencimentos e a indicação dos registros contábeis de cada transação pendente.

A leitura do artigo da referida legislação transcrito acima já demonstra que o momento da recuperação é bastante distinto do momento que dá ensejo ao pedido de falência. Se os elementos abordados no artigo que orienta a instrução da petição inicial na falência apontavam para a demonstração dos chamados atos de falência e insolvência presumida, o momento do pedido de recuperação parece demandar a apresentação de um diagnóstico mais preciso do devedor empresário. Esse diagnóstico somente é possível por meio das ferramentas contábeis que a própria legislação exige e, portanto, aqui, a informação contábil aparece como determinante para o destino da empresa.

Nesse momento, a informação contábil pode servir de duas formas. A primeira é na demonstração da capacidade da empresa de cumprir o plano de recuperação judicial, pois o *financial distress* ou dificuldades financeiras vem com os índices econômicos antes da impossibilidade total da empresa de cumprir com seus compromissos ou a falência. A informação contábil é um instrumento de convencimento do juízo e dos credores de que, em primeiro lugar, a empresa efetivamente se encontra em estado de crise transitória, superável, e, em um momento posterior, de que o plano é sólido o suficiente para ser aprovado e executado sem o atrapalho de pedidos constantes de convolação em falência (BIONE DE MELO; LAGIOIA, 2020).

A segunda forma é a previsão da impossibilidade da execução do plano de recuperação judicial, ou seja, aqui, a informação contábil é fundamental para o convencimento do juízo de que a solução é a convalidação da recuperação em falência.

Segundo Altman e Hotchkiss (2010) podemos dizer que existe duas formas de falência, a primeira quando o total do passivo é superior ao total do ativo, este é um problema crônico, é o *financial distress*, já na segunda é quando a situação é tão crítica que se pede a falência.

De qualquer forma, nesse momento é a informação contábil que orienta o processo jurídico e realiza os princípios da legislação. Afinal, o instituto da recuperação judicial foi introduzido no ordenamento brasileiro, entre outras coisas, para resolver o problema da manutenção prolongada de empresas inviáveis no mercado, o que gera incertezas e instabilidade (ARAÚJO; FUNCHAL, 2009), para dar maior proteção ao direito e às pretensões dos credores junto ao devedor empresário (BIONE DE MELO; LAGIOIA, 2020) e para suprir a carência de mecanismo de apoio para o saneamento de crises temporárias que ameaçam negócios viáveis (BIONE DE MELO; LAGIOIA, 2020), positivando na legislação infraconstitucional o princípio da função social da empresa, já citado anteriormente, previsto no artigo 170, inciso III, da CRFB/88, algo que vê-se anteriormente, nos primeiros tópicos dessa dissertação.

Para que estes objetivos sejam cumpridos, a informação contábil tem que dar conta, inicialmente, de expor de maneira técnica e transparente os principais acontecimentos da vida empresária: balanço patrimonial, situação trabalhista, demonstração de resultados etc., para conhecimento dos credores e do juízo (BIONE DE MELO, LAGIOIA, 2020).

É somente pela informação contábil elaborada e disponibilizada para o momento da recuperação judicial, na forma de laudos de avaliação patrimonial, que indique ativos, e na forma de laudo econômico-financeiro, que indique potencial de geração de negócios, que a viabilidade do plano de recuperação judicial pode ser constatada, ou, de outra frente, a inviabilidade e a necessária decretação de falência podem ser determinadas (COELHO, 2018).

A importância da informação contábil nesse momento da legislação pátria é tanta que se expressa em números significativos de redução de decretação de falências após a implementação do instituto da recuperação judicial.

Em 2011, o SERASA apontava para uma redução considerável do número de decretações de falência. No ano de 2005 (ano de entrada em vigor da Lei n.º 11.101/2005), um total de 2.876 empresas tiveram sua falência decretada, ao passo que em 2010 esse número caiu para 641, uma

redução de 448% (SERASA, 2011), que não se explica por outra razão se não pelas novíssimas ferramentas de manutenção de empresas viáveis no mercado (SILVA *et al.*, 2012).

Uma análise ano a ano da referida pesquisa mostra que essa queda é consistente e significativa. Em 2005 foram 2.876, em 2006 foram 1.977, em 2007 foram 1.479, em 2008 foram 969, em 2009 foram 908, em 2010 foram 732 e, finalmente, em 2011 foram 641 (SERASA, 2011).

A associação entre a queda da decretação de falências e a introdução da recuperação judicial no ordenamento brasileiro fica mais evidente quando se verifica que a partir de 2006 o número de pedidos de recuperação também cresce. Somente entre 2010 e 2011 o número de pedidos de recuperação judicial cresceu 184% (SERASA, 2011).

Na legislação anterior, os momentos contábeis, técnicos de demonstração de viabilidade econômico-financeira de uma determinada empresa eram praticamente inexistentes. A decretação de falência era a regra da legislação que aparecia no ordenamento jurídico muito mais como um procedimento formal de liquidação de ativos e saneamento de dívidas do que propriamente com o instrumento de avaliação e socorro de atividades em crise. Ou seja, a introdução da recuperação judicial, que aqui se chamou de “momento contábil”, foi determinante para uma mudança de panorama e de tratamento da instabilidade empresarial sanável no Brasil.

Aparentemente, o momento da recuperação judicial, mesmo que convolado em falência, é um momento de apreciação técnica da insolvabilidade do devedor empresário, não prevalecendo a presunção de que o inadimplemento momentâneo, mesmo que reiterado, signifique insolvência, salvo no caso de decretação de falência por descumprimento de obrigações assumidas no plano de recuperação judicial.

É fundamental, no entanto, que o juízo determine a realização das perícias e avaliações necessárias para que o momento contábil efetivamente guie a tomada de decisão no processo. Não em raras ocasiões, a necessidade de determinar o processamento da recuperação, ou a decretação da falência, em tempo curtíssimo, faz com que esses critérios técnicos, típicos da recuperação judicial, não sejam incorporados ao fundamento da decisão. O resultado é que recuperações evidentemente inviáveis são deferidas, exigindo análise do plano, remuneração de profissionais como o administrador judicial, reunião dos credores em assembleia e afetação de recursos do Poder Judiciário, o que representa um custo significativo que poderia ter sido evitado com a adequada análise técnica dos documentos que instruem a petição inicial.

É flagrante, com base na simples leitura da legislação vigente, que a peça inicial do pedido de recuperação judicial se constitui em documento de caráter extremamente técnico e requer tratamento minucioso de mesma natureza. A comprovação da situação econômico- financeira do empresário ou da sociedade empresária parece exigir o trabalho de profissionais qualificados tanto no que diz respeito à parte que pleiteia, que, idealmente, deve ser assessorada por assistente técnico competente, especializado, em condições de atender às exigências da legislação e, da mesma forma, no que diz respeito ao magistrado. Entende-se que, para que o magistrado possa visualizar a necessidade da medida posta em juízo e deferir, por conseguinte, o processamento da recuperação judicial, ele deve estar fundamentado em trabalho técnico. (DOMINGOS, 2009, p. 116).

Mesmo que o processo de recuperação judicial exija considerável agilidade, especialmente nesses momentos que se desenvolvem entre o pedido, o deferimento, a apresentação do plano e a aprovação do plano, não é possível que a velocidade exigida pelo processo provoque um número considerável de deferimentos de processamentos que poderiam ter sido evitados, visto que dizem respeito a empresas inviáveis, com a análise adequada dos documentos que instruem a inicial (FORNARI, 2016).

A ideia é, portanto, pautando o processo previsto na Lei n.º 11.101/05, em especial no que diz respeito à recuperação judicial, pela eficiência técnica, conforme nos ensina Lobo (2018, p. 175):

A recuperação judicial é vista como um instituto de direito econômico na medida em que não se orienta pela ideia de justiça, mas de eficácia técnica, devido à natureza especial da tutela jurídica, em que prevalecem os interesses gerais e coletivos, públicos e sociais [...] sem dúvida alguma, por ser uma técnica, um instrumento, é um meio de o Estado privilegiar, 'principalmente', 'o interesse comum econômico, de produtividade da economia, e da sua economicidade', pondo em segundo plano, no dizer de Radbruch, a 'justa equiparação entre as pessoas diretamente interessadas' em determinadas relações sociais.

A questão técnica deve orientar o processamento da recuperação judicial, porque esse processo é custoso e difícil mesmo para as empresas viáveis, cuja atividade sofre de uma crise transitória, sanável. Há fatores outros que dificultam a recuperação judicial. Para além das dificuldades financeiras, o simples ajuizamento do pedido de recuperação repercute na capacidade da empresa de operar no mercado, obter crédito e continuar a negociar com seus fornecedores. A recuperação judicial, portanto, impacta severamente a análise de risco que é feita por fornecedores e instituições financeiras a respeito do devedor. Quanto maior é a percepção da falta de garantias da satisfação de créditos e do cumprimento de obrigações, menor é a chance de que a empresa devedora consiga realizar seu plano de recuperação e vencer a crise que lhe levou a lançar mão da ferramenta processual em comento.

Sendo certo que a falência é um evento que resulta em perdas significativas para todos os agentes do mercado que orbitam a empresa falida (ROSE-GREEN; LOVATA, 2013), com a recuperação judicial isto não é necessariamente diferente. Ao estudar os impactos da recuperação judicial, JUPETIPE (2013) obteve como resultados dados que demonstram que se trata de um processo que dura em média 4 (quatro) anos, consome, em média, 26% do patrimônio inicial da empresa que entra com o pedido e devolve aos credores cerca de ¼ do seu respectivo crédito. Números que ilustram de forma definitiva o que se aborda acima sobre o princípio da distribuição equitativa do ônus da recuperação judicial.

É claro, portanto, que a recuperação judicial, não se destina a todas as organizações em crise econômico-financeira, sendo uma solução legal aplicável apenas àquelas que se mostrem temporariamente em dificuldade e, além disso, que se revelem economicamente viáveis (PIMENTA, 2006). Constatar se um agente é capaz de enfrentar o processo de recuperação judicial, se há viabilidade da manutenção da empresa no mercado, e se, de fato, o processo atende aos critérios sociais e principiológicos que orientam a Lei n.º 11.101/2005 só é possível a partir da análise técnica dos indicadores contábeis das organizações, calculados com base nos seus demonstrativos financeiros

O mercado é marcado pela concorrência, o que faz a economia crescer, as empresas se desenvolverem visando lucros. As sociedades empresárias necessitam de aporte de capitais, e uma das maneiras de fazê-lo é com a emissão e venda de ações. Para que essas ações sejam valorizadas e compradas, a empresa precisa ter credibilidade. Mas em um processo de recuperação judicial, de seu início até a apresentação do plano de recuperação judicial, encontra-se muita assimetria de informações. Nem todos os participantes desse mercado possuem o mesmo nível de informação sobre a qualidade dos bens sujeitos às interações econômicas. Assimetria de informação é o desnível de informações entre participantes do mercado (FORNARI, 2016, p. 65).

Em um mercado eficiente, a informação deve ser disponibilizada a todos para que tomem suas decisões, dentre essas a de investir ou não em uma determinada empresa. Uma empresa que está apresentando resultados anormais não está apresentando qualidade de informações e rentabilidade de ações.

Especificamente no que diz respeito ao processo de recuperação judicial, é possível identificar uma série de falhas do mercado pelo impacto do evento e pelas dificuldades de transparência e qualidade na informação. Entre estas falhas, cita-se racionalidade limitada, conflito de agência, externalidade, mas o predominante é a assimetria informacional.

Fornari (2016) sugere que mecanismos legais deveriam ser desenvolvidos visando estabelecer um fluxo de informações e um fórum de debate para os agentes de mercado interessados nos dados das empresas que pleiteiam a recuperação judicial, visando justamente mitigar o problema da assimetria da informação.

As informações, pelo meio em comento, possibilitariam que demandantes tomassem uma decisão de investimento mais segura, mesmo que inserida no ambiente incerto do mercado. É fundamental destacar que, de acordo com a teoria dos *stakeholders*, a empresa exerce um papel complexo na sociedade, o que também é reconhecido pela legislação falimentar e recuperacional, e, por isso, para se legitimar, deve atender não só aos interesses dos acionistas, mas ao de todo o coletivo que é influenciado por ela, como os trabalhadores, a comunidade e os clientes (DIAS, 2008, p. 239).

De forma resumida, portanto, diante do problema da assimetria da informação e do impacto que a recuperação judicial provoca nos ativos da empresa, no mercado de capitais, e, conseqüentemente, nos agentes envolvidos, conforme Klann e Beuren (2011), a divulgação de índices contábeis e análise dos indicadores econômicos estão associados a atributos da organização (ANTUNES; PROCIANOY, 2003).

Coelho (2009, p. 119) mostra que a recuperação judicial é aplicada nas ocasiões em que o mercado é incapaz de conferir soluções adequadas à situação de crise da companhia ficando a empresa sobre a tutela do estado.

No artigo 58 da Lei n.º 11.101/2005, especialmente no *caput*, que ordena “o juiz concederá a recuperação judicial do devedor cujo plano não tenha sofrido objeção”, assim, novamente, volta para o mercado a decisão sobre a viabilidade ou não da recuperação. Visto que agentes do mercado compõe, em certa medida, a Assembleia Geral de Credores, da qual depende a aprovação, a modificação e mesmo a anulação do plano de recuperação judicial. Em regra geral, o mercado é capaz de encontrar soluções para a crise de seus agentes, o próprio crédito, ou ferramentas como a emissão de debentures, novas ações, ou outros títulos, que se prestam justamente para captar recursos que podem servir para a superação da crise, mas a leitura adequada sobre a recuperação é a de que a figura estatal seria destinada aos casos mais graves.

No que diz respeito especificamente às empresas que negociam títulos em bolsa de valores, que representam o alvo da análise do presente estudo, é certo que a Lei n.º 11.101/2005 faz poucas referências ao acionista controlador. Navarro (2020, p. 154) destaca esse ponto sobre a Lei, mas faz um alerta sobre a importância dessa figura:

O fato de o acionista controlador pouco aparecer na LRF pode levar a crer que o regime recuperatório e falimentar pouco ou nada tem a ver com ele. Tal conclusão não poderia ser mais equivocada. De fato, há poucas normas na LRF que especificamente tratam do acionista controlador, mas isso não quer dizer que ele seja uma figura alheia ao processo ou de pouca importância para ele.

A questão de Navarro, transcrita acima, fica mais evidente quando se leva em consideração a lição de Callado (2003), que ensina que a saúde financeira das organizações é uma preocupação tanto de sócios como de investidores, gestores não buscam investir em algo para perder, e aqueles que já investiram querem aumentar seu patrimônio e não o diminuir. Isso significa, evidentemente, que o acionista controlador não é indiferente às questões relativas à recuperação judicial – RF. O evento da recuperação judicial como um todo, desde os primeiros sinais de crise, até o pedido, que tende a ter grande impacto negativo no valor dos ativos. Além disso, o acionista controlador tem interesse imediato na recuperação da empresa e normalização de suas atividades junto ao mercado, do acesso ao crédito e de seu sucesso financeiro visando à recuperação do valor de seus ativos no mercado secundário. Esse interesse pode entrar em conflito com o interesse dos credores, visto que, por exemplo, no caso de reprovação do plano judicial, os credores mostram flagrante interesse na liquidação dos ativos para a satisfação de seu crédito, um caminho absolutamente oposto ao mais comumente pretendido pelo acionista controlador.

Uma vez que a recuperação é pleiteada, os atos de administração do devedor não podem implicar em maior prejuízo aos credores, ou em ações fraudulentas, é comum que o gestor da empresa, que pode se confundir com a pessoa do acionista majoritário, seja afastado de suas funções e substituído por um gestor judicial. Esse é outro exemplo de conflito potencial de interesses do acionista controlador com o desejo dos credores, ou mesmo com as decisões do juízo no processo de recuperação. Em conclusão, as poucas referências à figura do acionista controlador na legislação recuperacional e falimentar apenas indicam que é necessário que o legislador trabalhe para melhorar as previsões sobre dever fiduciários e responsabilidades dos acionistas em relação aos credores.

Além dessas questões relativas ao papel do acionista controlador, outra questão que aparece frequentemente é a dos investidores e a possibilidade de investir em empresas que estão em recuperação judicial. É certo que, ponderados os interesses envolvidos e os riscos presentes, empresas que se encontram em crise podem representar excelentes oportunidade de mercado. A tendência do valor dos ativos da empresa que pleiteia sua recuperação é de forte queda, as vezes superiores a 70% do valor de mercado que antecede o evento. Mas, se os investidores

compreendem que as chances de sucesso no processo de recuperação são grandes, este retorno anormal representa uma assimetria considerável.

O valor de mercado de uma empresa está diretamente ligado aos resultados positivos que essa empresa produz e com a crença do mercado que ela tem condições de seguir produzindo estes resultados no futuro. Quando uma empresa entra em recuperação judicial é provável que seus resultados não estejam de acordo com as expectativas do mercado e, além disso, é certo que a crença dos agentes de que ela será capaz de produzir resultados positivos é diretamente afetada (SOUZA; KUHN, 2014).

O conceito de valor de mercado é, portanto, obtido a partir da definição do valor pelo qual uma empresa poderia ser transacionada no mercado. Um valor que é impactado por fatores externos e internos, quanto aos internos, pode-se citar como exemplo a qualidade dos seus recursos humanos, produtos e imagem da empresa. Já como fatores externos, pode-se citar a concorrência, regulamentação do setor e tendências da economia em geral. Nesse contexto, a recuperação judicial promove uma descrença generalizada tanto no que diz respeito à qualidade dos fatores internos, quanto à capacidade de se recuperar diante dos fatores externos, que podem, inclusive, ter provocado a crise que exigiu que a empresa buscasse a tutela jurisdicional (SOUZA; KUHN, 2014).

Verificada a importância da qualidade da informação contábil para os agentes do mercado e da análise destas informações para o processamento da recuperação judicial, é importante que agora se destaque a qualidade da informação contábil, que é fundamental para os usuários externos analisarem o risco de insolvência (SEDIYAMA; BAQUIM; ALMEIDA, 2018), porque pode reduzir a assimetria informacional e tem efeito preditivo (MAGALHÃES; RAMOS, 2019).

Esse é mais um fato que demonstra que o uso adequado da contabilidade pode evitar o dispêndio desnecessário de recursos, tanto daqueles públicos, ligados ao custo da atuação jurisdicional do Estado, quanto àqueles privados, ligados ao custo do processamento da recuperação para os credores. Jupetipe e Mário (2013) destacam que o caso Varig é ilustrativo do grande prejuízo que o processo de recuperação indevidamente deferido pode provocar, tendo em vista que, neste caso, a recuperação judicial apenas “[...] procrastinou a falência desta empresa e aumentou os custos para os agentes envolvidos”.

Até o presente momento, trata-se da assimetria de informação sem, no entanto, apresentar um conceito, definir no que consiste essa noção. A assimetria da informação acontece pela diferença do conhecimento da situação econômico-financeira entre a empresa e os agentes

envolvidos na questão, sejam os agentes de mercado, sejam os agentes estatais e privados envolvidos no processo de recuperação propriamente dito. Isto é, nem tudo o que os gestores da empresa que pleiteia a recuperação sabem é informado aos agentes, mesmo após o protocolo do pedido de recuperação e do plano de recuperação judicial. Como resultado dessa diferença de informação, além do problema moral (BARNEY; HESTERLY, 2004; BERTUCHI, 2019) que decorre da ação dos administradores no mercado, há o risco do incremento do ambiente de incerteza no mercado, o que pode dificultar a recuperação da empresa, caso ela seja, de fato, viável, e, além disso, há também o risco de que decisões sejam exaradas no processo a partir de informações incompletas e inadequadas (MARTINS; ALVES, 2010).

Algumas ferramentas estão em vigor hoje para tentar mitigar o problema da assimetria da informação, entre elas estão a utilização de auditores independentes pelas empresas em recuperação, visando dar maior credibilidade aos seus relatórios e documentos, e, além disso, também existem os parâmetros de transparência e *compliance* que as empresas vêm adotando por imposição da B3. Essas regras de governança têm se mostrado fundamentais para melhorar a qualidade da informação e assegurar uma maior credibilidade às empresas, mesmo que em momentos de crise. Sobre o assunto, Fornari (2016, p. 196) ensina que:

Não podemos deixar de mencionar, ainda, que a partir do ano 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo – atual BM&F Bovespa, implantou padrões de governança corporativa para as companhias de capital aberto, o que se deu através dos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, que constituem segmentos especiais de listagem no intuito de promover um ambiente que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das empresas. Nesse contexto, a CVM editou suas recomendações sobre governança corporativa, das quais vale a pena mencionar (a) Instrução CVM nº 264/2000, que criou o novo mercado, em que as companhias abertas aderem a regras mais rígidas do que as contidas na legislação societária brasileira; (b) Instrução CVM nº 390/2003, de dispõe sobre a negociação, pelas companhias abertas, de ações de 197 sua própria emissão, mediante operações com ações; (c) Instrução CVM nº 391, que trata da constituição, funcionamento e administração dos private equity (fundos de investimentos em participações); (d) Instrução CVM nº 400, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primários ou secundários.

Portanto, a governança corporativa diminui a assimetria de informações, reduzindo o conflito de agência, resultando em valorização acionária da empresa, com tendência de redução do custo da obtenção de capital de terceiros. A contabilidade vem se mostrando como uma boa ferramenta para diminuir a assimetria de informações. No que diz respeito especificamente à recuperação judicial, conforme Soares, Rostagno e Soares (2021), não há dúvida de que a informação contábil é útil para os procedimentos aqui abordados. Em verdade, ela é indispensável. A recuperação judicial é um momento de prevalência dos critérios técnicos da avaliação da insolvência em detrimento dos critérios legais típicos do momento do pedido de falência.

Pois bem, a questão portanto é a de dar mais corpo à diferença entre a insolvência econômica e a insolvência presumida nos diferentes momentos da Lei n.º 11.101/2005. Para isso, uma análise das hipóteses legais da convolação da recuperação judicial em falência previstas no artigo 73 da legislação citada pode ser de grande utilidade. A primeira hipótese de convolação é a deliberação da assembleia de credores nesse sentido. Ora, a expectativa aqui é que a deliberação que desaprova o plano de recuperação o faz em virtude da demonstração de inviabilidade deste, ou, minimamente, na falta de demonstração técnica de viabilidade. Ambas as situações que configuram a presença de insolvência econômica identificada nas informações contábeis disponíveis para gestores, credores e, também para o juízo.

As previsões dos incisos IV – por descumprimento de qualquer obrigação assumida no plano de recuperação, V – descumprimento dos parcelamentos referidos na legislação e VI – quando identificado o esvaziamento patrimonial da devedora que implique liquidação substancial da empresa, em prejuízo de credores não sujeitos à recuperação judicial, inclusive as Fazendas Públicas, podem parecer bastante similares a previsões que configuram insolvências presumidas. Mas, a distinção de momentos (pedido de falência vs. recuperação judicial) sugere que a verificação desses elementos implica contradição da capacidade de recuperação da empresa na realidade fática em relação às informações contábeis.

Isso porque o descumprimento de obrigações previstas no plano, desenhado conforme as informações contábeis produzidas, representa o aprofundamento da crise econômica que determinou, ou pedido de recuperação ou a inveracidade dos dados que produziram o plano. Em qualquer dos casos a insolvência é concluída após um “momento contábil” e não presumida com base em inadimplemento injustificado ou reiterado.

O mesmo pode ser dito do esvaziamento patrimonial da devedora. Se o plano não é suficiente para dar conta das obrigações legais (como as obrigações fazendárias), então o caráter de sanabilidade da crise econômica que atinge a empresa resta prejudicado. O caso, no entanto, não é de presunção, mas de derivação lógica.

Várias dessas questões, que determinam a convolação em falência da recuperação judicial, servem para compreender como o mercado pode avaliar as chances de sucesso, e o risco de investimento da empresa em recuperação. É certo que os sinais de aprofundamento da crise devem ser interpretados pelo mercado como risco, diminuído o valor dos ativos e a expectativa dos investidores de que o retorno venha a existir. Mas, para além dos sinais e das reações do mercado aos procedimentos e eventos da recuperação judicial, o que fica claro é que, tanto para o juízo,

quanto para o mercado, qualquer chance de sucesso do processo está fundada na qualidade da informação contábil e na transparência dos relatórios produzidos pelo devedor.

Este trabalho, como afirmou-se anteriormente, tem como foco a análise das variações no valor dos ativos negociados em bolsa quando do deferimento da recuperação, ou seja, o estudo se dá na intersecção entre o mercado e a recuperação judicial, no diálogo entre as questões mercadológicas, a informação contábil, e os desdobramentos jurídicos da tutela recuperacional.

2.2 A contabilidade e o contador na recuperação judicial

O processo de recuperação judicial é multidisciplinar, com várias áreas de conhecimento trabalhando em conjunto a fim de se ter sucesso. Dentre elas, a contábil e a jurídica. A Lei n.º 11.101/2005 possui interfaces jurídico-contábeis, pois exige do advogado, representante do devedor, que em seu pedido inicial tenha os relatórios contábeis de responsabilidade do contador, com sua assinatura. Os contadores podem atuar nesses processos como: administrador judicial, perito ou consultor contábil, auxiliando o juiz, os devedores e os credores (PELEIAS, 2016).

Recuperar uma empresa significa, necessariamente, mesmo que de forma temporária, reestruturar operações e procedimentos, o que envolve diversos aspectos da atividade empresária: aspectos econômicos, financeiros, administrativos, logísticos, estruturais, físicos, de marca, de gestão etc. A contabilidade serve, nesse cenário, para fundamentar as mudanças que devem ser promovidas pelos tomadores de decisão, posto que permite uma análise adequada de situação patrimonial e financeira. Sem a contabilidade não existe o processo de recuperação judicial, pois do início ao final são necessários os demonstrativos contábeis e a reorganização da empresa. A Contabilidade auxilia os gestores a: a) obter informações para subsidiar seus processos decisórios; b) aferir a situação econômica e financeira da entidade; e, c) prestar contas aos credores e ao administrador judicial (PELEIAS, 2016).

Após o requerimento da recuperação judicial, o procedimento básico a ser efetuado pelo magistrado é uma análise quanto ao efetivo preenchimento dos requisitos previstos nos artigos 48 e 51 da Lei, referente à verificação da presença de todos os fatos e documentos necessários na petição inicial (MATOS; DAMASCENO, 2016). Mas, na prática, infelizmente essa verificação não passa de um “tique” para ver se todos os documentos estão presentes e não uma análise dos conteúdos destes documentos até mesmo por que se trata de documentos técnicos, contábeis e

econômicos, os quais o magistrado não tem como fazer uma análise sem a ajuda de um auxílio técnico, pois o juiz não tem formação em outras áreas do conhecimento além do direito (COSTA, 2018).

O papel do juiz no processo é o julgamento, para entender sobre a contabilidade é necessária a assessoria profissional para análise eficaz dos documentos apresentados pela contabilidade (BEZERRA, 2017).

No que diz respeito à empresa, mesmo com o destaque que a contabilidade recebe aqui, é sempre importante destacar que o processo de recuperação judicial é multidisciplinar. Profissionais das mais diversas áreas devem atuar para que a chance de sucesso do processo seja incrementada, este é o caso dos especialistas em direito empresarial, direito trabalhista, direito civil, contabilidade geral, contabilidade tributária, contabilidade gerencial e gestão empresarial, além dos profissionais de logística e economia (CAMPANHOL *et al.*, 2020).

Já no que diz respeito ao juízo, a importância da contabilidade na recuperação é mostrada na deficiência dos juízes e seus assessores de analisarem as demonstrações contábeis constantes no art. 51 da Lei. Segundo Bezerra Filho (2007), os juízes poderiam ter junto a si, nas varas, a assessoria de profissionais contábeis. Mas, da mesma forma, o processo deveria contar com uma equipe multidisciplinar de avaliadores, leiloeiros, quando for o caso, administradores e economistas. Essa equipe depende, no entanto, do custo que possa ser suportado pelo devedor e da atuação positiva do administrador judicial.

Para além das questões multidisciplinares, o que fica evidente é que dentro do universo da contabilidade, é preciso que se destaque o papel da contabilidade societária, que é obrigatória por Lei e serve para passar informações para o público externo da entidade, o que se faz primordial em um processo de recuperação judicial, pois sem os relatórios contábeis a empresa não pode sequer entrar com o processo. Mas, para além dos aspectos societários, é preciso que se destaque a importância da contabilidade gerencial, que a princípio deve dar informações para o público interno da empresa. Essa é, portanto, justamente a área da contabilidade que servirá para que, no âmbito da recuperação judicial, um plano viável seja elaborado, com fundamento adequado e promovendo mudanças que resultem em resultados eficientes.

É a união da contabilidade societária com a gerencial que pode garantir que o processo de recuperação seja bem-sucedida e garanta um futuro para a empresa devedora. Fornari (2016, p. 216) ensina, sobre essa questão, que:

[...] a contabilidade societária está focada em acontecimentos pretéritos, fatos ocorridos e que devam ser explicitados (via Balanço Patrimonial - BP, Demonstração de Resultado do Exercício - DRE, Demonstração de Fluxo de Caixa - DFC, Demonstração de Valor Adicionado - DVA, Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido – DMPL) a todos os *shareholders e stakeholders*. Já a contabilidade gerencial é desenvolvida com olhos preditivos sobre o futuro da companhia, o que de fato interessa no processo recuperacional quando se pensa em viabilidade econômica.

Pela natureza jurídica da recuperação judicial, e pelo papel dos agentes envolvidos, incluindo credores, Ministério Público, magistrado e administrador judicial, todas as informações prestadas pela parte devedora no processo, seja no momento do peticionamento inicial, seja no plano de recuperação, seja durante a execução dos atos de recuperação propriamente ditos, estarão sujeitos a extensa e minuciosa fiscalização.

A transparência, a hígidez e a eficiência das informações contábeis prestadas serão, assim, fundamentais para que a recuperação tenha sucesso, e, no caso específico das empresas que negociam em bolsa, a qualidade dessas informações será fundamental para que o mercado responda adequadamente aos desdobramentos da recuperação. Nesse cenário, o papel do profissional de contabilidade é fundamental. Seja na qualidade de contador da empresa, seja na qualidade de auditor externo, ou de auxiliar da justiça, ou ainda, na condição de assistente técnico dos credores ou devedores, ele é o profissional responsável por atestar a qualidade geral da informação contábil. Ainda, segundo o CPC nº 01, correspondente ao IAS 36 do IASB, que tem como objetivo assegurar, através de procedimento, que os ativos foram registrados pelo valor correto sem supervalorização, pode-se aplicar o teste de *impairment*², caso isso ocorra, que o ativo esteja supervalorizado, de imediato a entidade deve proceder a desvalorização do bem por meio de provisão para perdas.

2.3 Índices Econômicos

Nos momentos de crises nas empresas, o entendimento da situação pode vir da contabilidade financeira-gerencial, no desenvolvimento das análises das demonstrações contábeis determinadas pelo *International Financial Reporting Standard* – IFRS, introduzido pela Lei 11.638/2007. “Indubitavelmente, a contabilidade financeira e gerencial oferece subsídios para percepção da realidade do *corporate financial distress*. Foi imperativa a análise de um conjunto

² Teste de *Impairment* serve para avaliar o grau de recuperabilidade dos ativos

de indicadores contábeis financeiros para que a construção do modelo fosse o mais adequado possível (ZAVATIERI, , 2021, p. 1-15).

Nos ensinam (Sayari e Mugan, 2016), que os indicadores econômico-financeiros por suas características especiais de apresentarem os resultados das empresas podem potencializar a previsão de um estado de *distress* financeiro.

A análise das demonstrações contábeis e financeiras estuda o desempenho econômico e financeiro da empresa, por um período determinado, este estudo parte de uma posição atual para prever futuras tendências, assim a análise das demonstrações contábeis é a forma de diagnosticar no desempenho pretérito a possível realidade da empresa (DINIZ, 2015). Compreende-se que é por meio da análise das demonstrações que se extraem dados sobre a posição econômica da empresa, sejam esses dados, passados, do presente ou uma projeção futura da empresa (ALVES; CARDOSO, 2022, p. 60).

A contabilidade conta com inúmeros relatórios e índices para mostrar a situação financeira da empresa, como os que melhor identificam a situação econômica, os que tem correlação maior com a insolvência empresarial, os obrigatórios e os facultativos, como insolvência empresarial, que é interessante para a recuperação judicial, tem-se que quando as empresas que não conseguem arcar com suas obrigações por não possuírem recursos suficientes (FAMÁ; GRAVA, 2000), estando em *financial distress*.

No artigo 51 da Lei, estão listados os dois relatórios mais utilizados para demonstrar a realidade da empresa, o balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício, conforme Alves e Cardoso (2022, p. 60)

Os principais demonstradores de dados financeiro-econômicos são o balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício (DRE). É com esses demonstrativos que a maioria das empresas e diversos agentes, sejam eles investidores, credores, fornecedores e clientes, tomam as suas decisões e avaliam as previsões financeiras e os riscos e monitoram o desempenho da empresa.

A contabilidade em suas diversas atribuições na Lei n.º 11.101/05 participa como fonte de informação e documentação, contidos nas demonstrações contábeis, livros contábeis, notas fiscais do devedor, sistemas de informações de dados para o Estado, que visa auxiliar para instruir o pedido inicial de recuperação judicial e acompanhar a execução do plano de recuperação judicial (HAHN, 2018).

Todos estes documentos contábeis sofrem uma descaracterização de sua importância pelo desconhecimento do magistrado em analisar o teor dos documentos previstos no artigo 51 da Lei

(GASPARINI, TARSILA *et al.*, 2020). A prática processual recuperacional tem demonstrado que as informações contábeis são subutilizadas, ou não aproveitadas em sua plenitude pelo juízo, mesmo que presentes nos autos por força das exigências legais, como visto acima, pelo fato de que diversos juízes deixam de indicar profissional contador para atuar na condição de auxiliar da justiça, limitando a análise documental à formalidade legal, e dispensando o caráter material (BERTUCHI, 2019; PELEIAS *et al.*, 2016).

A Lei n.º 11.101/2005 no seu artigo 51, inciso II, letra “a”, exige, como primeiro relatório contábil, o balanço patrimonial. A previsão da forma desse documento está no artigo 176 da Lei n.º 6.404/76, que dispõe sobre as Sociedades por ações:

Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

- I - Balanço patrimonial;
- II - Demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;
- III - demonstração do resultado do exercício; e
- IV – Demonstração dos fluxos de caixa;
- V – se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.

É de responsabilidade do contador as análises das demonstrações contábeis e deve ser feita de forma criteriosa para evitar erros, pois os resultados destas análises podem alterar o futuro da entidade no cenário econômico e financeiro. Nos ensinamentos de Assaf Neto (2012, p. 55) “A análise visa relatar, com base nas informações contábeis fornecidas pelas empresas, à posição econômico-financeira atual, as causas que determinaram a evolução apresentada e as tendências futuras.”

Ainda, de acordo com Assaf Neto (2002) os indicadores financeiros podem ser divididos em três grupos:

- a. Índices de liquidez, que demonstram a situação financeira de uma empresa frente a seus compromissos passivos, como: liquidez imediata ou absoluta, liquidez seca, liquidez corrente, liquidez geral e liquidez estimada;
- b. Índice de estrutura circulante, que geram subsídios para análise e controle dos elementos do circulante, como: participação do disponível, participação do realizável, participação dos estoques, participação do circulante total, participação de recursos de terceiros e participação de credores;

- c. Índices de capital circulante líquido, que fornecem dados para melhor avaliação da participação dos itens permanentes no ativo circulante, como: volume de recursos permanentes aplicados a curto prazo e liquidez dos recursos permanentes próprios.

Ainda nos ensinamentos de Matarazzo (2010, p. 7), as etapas do processo de análise das demonstrações contábeis são: (i) escolha de indicadores; (ii) comparação com padrões; (iii) diagnóstico ou conclusões; (iv) decisões. Nesse sentido, “Espera-se de qualquer análise baseada num conjunto de índices que estes sejam capazes de distinguir as empresas saudáveis daquelas com as quais os negócios devem ser evitados.” (MATARAZZO, 2010, p. 154).

As questões apresentadas permitem afirmar que a contabilidade financeira é de importância incomparável para que os gestores responsáveis pela tomada de decisão conheçam o estado presente da empresa, seus pontos fortes e fracos, permitindo a projeção de melhora dos resultados, ou mesmo de crises. Trata-se, portanto, de uma ferramenta de grande utilidade com destaque no âmbito empresarial, capaz de produzir informações satisfatórias e contemporâneas para a esfera interna da empresa e para os agentes externos de interesse, como o mercado, as instituições financeiras, acionistas, etc, nas palavras de Hoog (2021, p. 54) “[...] a contabilidade financeira é um ramo de estudo da política contábil que sintetiza a aplicação da contabilidade direcionada para a gestão financeira do capital aplicado”.

É certo que a insolvência – de um ponto de vista técnico – somente pode ser observada a partir dos indicadores financeiros, ou seja, com a adequada análise de balanço patrimonial e dos índices ali presentes.

Castro Júnior (2003, p. 58) explica justamente a correlação da análise dos índices, e, conseqüentemente, da importância da informação contábil abundante e de qualidade, quando afirma que “[...] pesquisas com boas técnicas de previsão de insolvência são importantes porque auxiliam os gestores a avaliar o desempenho empresarial das organizações, evitando, desta maneira, que se mantenham em situação irrecuperável

Para Ross *et al.* (2015), esses índices têm a capacidade, justamente, de apontar a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de curto prazo, com ou sem dificuldades, e, por isso, servem como indicadores de situação financeira, os índices de liquidez corrente, de liquidez imediata, de liquidez seca, geral, de capacidade de quitação de empréstimos, de taxa de retorno de caixa, de nível de recebíveis e de fluxo de caixa operacional sobre o ativo são a imagem mais bem desenhada

da condição de saúde, ou de crise, que exige a intervenção mais grave na organização da empresa, qual seja, a tutela estatal. Marion (2010, p. 31) discorre mais sobre o assunto afirmando que:

[...] ao decompor os coeficientes de liquidez, encontra-se em sua estrutura, liquidez imediata que salienta o que está disponível de imediato, também composto pela Liquidez Geral responsável por evidenciar os recursos existentes provenientes a longo e curto prazo, tendo ainda a Liquidez Corrente que demonstra a possibilidade de recursos a curto prazo, possuindo por essa razão a Liquidez Seca com afinidades, e a Liquidez Corrente que se diferencia pela subtração do estoque, evidenciando a situação financeira líquida de pagamento sem utilizar seus estoques.

Na mesma linha, sobre a importância dos índices para a capacidade dos gestores de preverem, ou anteverem a crise, Silva (2003, p. 308) afirma que os Índices de liquidez têm como finalidade “fornece um indicador da capacidade da empresa de pagar suas dívidas, a partir da comparação entre os direitos realizáveis e as exigibilidades. No geral, a liquidez decorre da capacidade de a empresa ser lucrativa, da administração de seu ciclo financeiro e de suas decisões estratégicas de investimento e financiamento”.

Compreendidas as questões relativas à importância e à potencialidade das informações e dos índices em questão, reforça-se o entendimento de Klann e Beuren (2011) sobre o caráter de sinalização da divulgação de índices contábeis, que já foi trabalhado anteriormente, e seu alcance para compreender as reações de mercado e os efeitos jurídicos no âmbito da recuperação.

Nesse cenário, um dos índices mais significativos é a justamente o de liquidez, visto que demonstra os recursos presentes no balanço patrimonial, dizendo respeito diretamente à capacidade de adimplemento e investimento da empresa. Kassai e Kassai (1998), com base nos índices estudados, em especial no que diz respeito aos indicadores de liquidez, indicam duas formas de análise possíveis, que reforçam as questões sobre a capacidade diagnóstica e de projeção dos índices: a primeira, cuja característica é mais diagnóstica, é chamada de análise tradicional, e a segunda, cuja característica é mais preditiva, é chamada de análise robusta.

Dentre as divisões do índice de liquidez, tem-se a liquidez corrente que mostra o quanto a entidade possui de ativos que são convertidos em dinheiro com o objetivo de liquidar dívidas de curto prazo. É calculado como sendo o ativo circulante dividido pelo passivo circulante. Primeiramente se calcula o ativo circulante, depois o passivo circulante, o resultado obtido é interpretado como um bom resultado quando o ativo for acima de um, significando que é um bom resultado porque a empresa poderá cumprir com suas obrigações. Já quando o passivo for maior que o ativo significa que a empresa não terá disponibilidade de capital para cumprir com suas obrigações.

A partir das questões colocadas, é possível entender de forma mais precisa por que Jupetipe (2017) afirma que a informação contábil é fundamental para evitar que processos de recuperação se prestem a simplesmente protelar a inevitável decretação de falência, tendo como efeito último ser uma fonte de elevado custo para a devedora, o que pode comprometer o sucesso da liquidação dos ativos para o saneamento das dívidas, e, também, para os credores, que se veem obrigados a cumprir os ritos do processo de recuperação, acumulando gastos com advogados, avaliações, assistência técnica, dentre outras questões relevantes.

Os modelos desenvolvidos a partir das informações contábeis adequadas e suficientes podem sinalizar de antemão a real situação econômico financeira das empresas, tornando o resultado da recuperação, seu insucesso, neste caso, tão previsível, que pode fundamentar a tomada de decisão do juízo já diante do pedido inicial, evitando os procedimentos que se seguem ao deferimento, (SILVA; GARCIA; LUCENA; PAULO, 2018) e, também, pode auxiliar na atuação de peritos e assistentes, que ganham maior segurança e informação para a confecção de laudos e pareceres.

3 METODOLOGIA

O objetivo deste estudo é examinar o impacto do deferimento da recuperação judicial e seus indicadores econômicos das empresas de capital aberto listadas na B3, utilizando na pesquisa a metodologia econométrica do Estudo do Evento.

Neste capítulo são detalhadas as fontes utilizadas para formação da amostra de dados da pesquisa, os critérios utilizados tanto para seleção das empresas analisadas quanto para definição das variáveis e a descrição dos métodos e procedimentos aplicados para avaliar estatística e economicamente a prévia condição de insolvência técnica das companhias, o efeito notícia (estudo de eventos) relacionado ao deferimento da recuperação judicial e a relação entre desempenho das ações mais líquidas das empresas da amostra e seus indicadores econômico- financeiros durante o processo de recuperação judicial.

Todos esses estudos são para responder à questão da pesquisa que é: Qual o impacto do deferimento do pedido de recuperação judicial em empresas listadas no mercado de ações e seu desempenho nos indicadores econômico-financeiros?

3.1 Tipo de Pesquisa

Esta pesquisa descritiva – por observar variáveis sem manipulá-las, pois, utiliza os dados divulgados no B3, e de análise secundária – dados disponíveis ao público em geral (Aratangy, 2021), utiliza análise documental por meio de estudo quantitativo utilizando de técnicas estatísticas própria do estudo de eventos.

3.2 Coleta de Dados

Para os objetivos da pesquisa foram selecionadas a partir de consulta ao *site* da B3 e busca textual em veículos de comunicação, vinte e cinco companhias de capital aberto de distintos setores econômicos listadas na própria B3 que tiveram pedidos de RJ deferidos pelas varas judiciais competentes entre os anos de 2006 e 2021. Período iniciado aproximadamente 12 meses após a

entrada em vigor da Lei n.º 11.101/2005, espaço de tempo avaliado como necessário à mínima maturação do texto.

A amostra contempla as empresas em recuperação judicial, listadas na B3, entre os anos de 2006 e 2021. Assim, chegou-se a 25 empresas. Foram excluídas 4 (quatro) empresas utilizando o critério de presença mínima de 70% dos pregões. A amostra é significativa, pois compreende 84% das empresas em recuperação judicial listadas na B3.

Dentro deste período foram coletadas as séries históricas das cotações diárias da B3 conforme a data de deferimento de cada empresa. A seleção das empresas e as empresas excluídas estão representadas na tabela 1.

Tabela 1 - Relação das empresas pesquisadas e empresas excluídas da seleção Fonte: A Autora, 2022.

	nome_empresa rial	ticker	peticao inicial	deferimento	encerramento	
1	RECRUSUL S.A.	RCSL4	25/01/06	30/01/06	22/12/08	
2	SANSUY S.A.	SNSY5	20/12/05	13/03/06	04/12/20	Excluída: critério de presença mínima de 70% dos pregões.
3	TECNOSOLO S.A.	TCNO3	03/08/12	29/08/12		
4	TEKA TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	TEKA4	26/10/12	08/11/12		
5	REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕ ES S.A.	REDE3	23/11/12	19/12/12	31/08/16	Excluída: critério de presença mínima de 70% dos pregões.
6	REFINARIA PET MANGUINHO S.S.A.	RPMG3	17/01/13	21/01/13		
7	OSX BRASIL S.A.	OSXB3	11/11/13	21/11/13	25/11/20	
8	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MGEL4	01/11/13	22/11/13	15/03/17	
9	INEPAR S.A.	INEP4	29/08/14	15/09/14		
10	ENEVA S.A.	ENEV3	09/12/14	16/12/14	30/06/16	
11	LUPATECH S.A.	LUPA3	25/05/15	22/06/15		
12	WETZEL S.A.	MWET4	03/02/16	11/02/16		Excluída: critério de presença mínima de 70% dos pregões.
13	OI S.A.	OIBR4	20/06/16	29/06/16		
14	VIVER INCORP. E CONSTRUTOR A S.A.	VIVR3	16/06/16	29/09/16		

	nome_empresa rial	ticker	peticao inicial	deferimento	encerramento	
15	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	MMXM3	25/11/16	19/12/16		
16	PDG REALTY S.A.	PDGR3	22/02/17	02/03/17		
17	POMIFRUTAS S.A.	FRTA3	24/01/18	25/01/18		
18	ETERNIT S.A.	ETER3	19/03/18	16/04/18		
19	IGB ELETRÔNICA S.A.	IGBR3	27/04/18	09/05/18		
20	SARAIVA LIVREIROS S.A.	SLED4	23/11/18	26/11/18		
21	HOTEIS OTHON S.A.	HOOT4	27/11/18	28/11/18		
22	FERTILIZANT ES HERINGER S.A.	FHER3	04/02/19	07/02/19		
23	BARDELLA S.A.	BDLL4	26/07/19	07/08/19		
24	RENOVA ENERGIA S.A.	RNEW11	15/10/18	16/10/19		
25	JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	JFEN3	27/04/20	12/05/20		Excluída: critério de mínimo de 8 trimestres.

3.3 Estudo de Eventos

O estudo de eventos é uma técnica estatística que objetiva estimar o impacto do preço das ações em decorrências de alguns eventos como: divulgação de resultados, incorporações, ou quaisquer acontecimentos (eventos) que possam afetar as empresas. (Mitchell; Netter, 1994), de encontro com esta definição, o método de estudo de eventos, é adequado para identificar as informações que se busca. Esse, segundo Soares, Rostagno e Soares (2002, p. 118), “[...] é um método que consiste, basicamente, na verificação da influência de eventos específicos na performance das empresas, através da investigação dos efeitos de tais eventos nos valores de mercado dos títulos da empresa”.

Trata-se, portanto, da suposta “[...] capacidade do mercado de refletir toda a informação disponível no preço dos ativos financeiros” (MANTEGNA; STANLEY, 1999, p. 253). Em verdade, a noção de que os mercados se autorregulam e reagem às novas informações de maneira a sempre alcançar um preço de equilíbrio das ações – a chamada Hipótese dos Mercados Eficientes

- é, nas palavras de Pereira e Urpia (2011, pp. 135-155), “[...] a principal hipótese ortodoxa sobre o mercado financeiro”.

O método do estudo de eventos pode, a partir da Hipótese dos Mercados Eficientes, demonstrar como o mercado tende a retornar para o preço médio das ações, mas, ao mesmo tempo, a metodologia também é de grande valia no estudo das anomalias provocadas por informações específicas que alteram significativamente a cotação do ativo. Em outras palavras, o método de Estudo de Eventos demonstra a existência de “[...] uma reação significativa do mercado financeiro em relação à evolução passada das cotações de uma ou mais empresas face à ocorrência de um determinado evento”.

O estudo de eventos é uma técnica estatística que objetiva estimar o impacto do preço das ações em decorrência de alguns eventos como: divulgação de resultados, incorporações, ou quaisquer acontecimentos (eventos) que possam afetar as empresas. (MITCHELL; NETTER, 1994).

A metodologia do estudo do evento, neste trabalho, tem como objetivo, a partir da Hipótese de Mercado Eficiente (HME), medir a consequência de novas informações no valor das companhias, isto é, mensurar o impacto do deferimento da recuperação judicial no mercado de ações e se os indicadores economicos das empresas acompanham esta linearidade.

Campbell, Lo e Mackinlay (1997, p. 13) ensinam que o estudo de eventos corresponde a mensuração do impacto de determinado evento sobre o valor da companhia, utilizando dados financeiros disponíveis no mercado.

A introdução da metodologia de estudo de eventos, adotada aqui, ocorreu de forma sistemática em 1969 com a publicação de um estudo publicado por Eugene Fama, Lawrence Fisher, Michael Jensen e Richard Roll, intitulado “The Adjustment of Stock Prices to New Information” na revista “International Economic Review”. Nesse artigo, os autores investigam especificamente o uso do estudo de eventos para identificar os processos pelos quais o preço das ações se ajusta a novas informações. Em tese, a forma independente com que o mercado ajusta sucessivamente o preço dessas ações é uma característica consistente com um mercado eficiente.

O método do estudo de eventos pode, a partir da Hipótese dos Mercados Eficientes, demonstrar justamente como o mercado tende a retornar para o preço médio das ações, mas, ao mesmo tempo, a metodologia também é de grande valia no estudo das anomalias provocadas por informações específicas que alteram significativamente a cotação do ativo. Em outras palavras, o método de Estudo de Eventos demonstra a existência de “[...] uma reação significativa do mercado

financeiro em relação à evolução passada das cotações de uma ou mais empresas face à ocorrência de um determinado evento” (FAMA *et al.*, 1969).

Conforme Paxson e Wood (1998), o estudo de eventos é utilizado em pesquisa empírica em Contabilidades e Finanças visando compreender o impacto de eventos (fatos) econômicos e financeiros e como estes podem influenciar os mercados de títulos. Os períodos que antecedem e procedem o/do evento servem como amostragem para a verificação do fluxo de informações e do comportamento do mercado antes e depois do evento em si. De forma simples, pode-se identificar qual o comportamento dos títulos antes e depois do evento e, conseqüentemente, qual sua influência. Dito isso, o estudo de eventos realizado aqui segue os procedimentos estabelecidos por John Y. Campbell, Andrew W. Lo e A. Craig MacKinlay (1997, p. 151)

3.3.1 Definição do Evento e da janela de eventos

O evento foi estabelecido como o dia do deferimento da recuperação judicial da empresa. Foram observadas as janelas de eventos levando em consideração a data da decisão judicial de cada empresa, assim temos várias datas e várias empresas, delimitando-se a data da sentença do processo de recuperação judicial, deferindo a recuperação como marco zero, ou data de evento, chegando às seguintes datas conforme Tabela 2.

Tabela 2 - Relação das empresas pesquisadas com data do início da recuperação judicial

	nome_empresa	ticker	peticao_inicial	deferimento
1	BARDELLA S.A.	BDLL4	26/07/19	07/08/19
2	ENEVA S.A.	ENEV3	09/12/14	16/12/14
3	ETERNIT S.A.	ETER3	19/03/18	16/04/18
4	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FHER3	04/02/19	07/02/19
5	HOTEIS OTHON S.A.	HOOT4	27/11/18	28/11/18
6	IGB ELETRÔNICA S.A.	IGBR3	27/04/18	09/05/18
7	INEPAR S.A.	INEP4	29/08/14	15/09/14
8	JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	JFEN3	27/04/20	12/05/20
9	LUPATECH S.A.	LUPA3	25/05/15	22/06/15
10	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MGEL3	01/11/13	22/11/13
11	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	MMXM3	25/11/16	19/12/16
12	OI S.A.	OIBR4	20/06/16	29/06/16
13	OSX BRASIL S.A.	OSXB3	11/11/13	21/11/13
14	PDG REALTY S.A.	PDGR3	22/02/17	02/03/17
15	POMIFRUTAS S.A.	FRTA3	24/01/18	25/01/18

	nome_empresa	ticker	peticao_inicial	deferimento
16	RECRUSUL S.A.	RCSL4	25/01/06	30/01/06
17	REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.	REDE3	23/11/12	19/12/12
18	REFINARIA PET MANGUINHOS S.A.	RPMG3	17/01/13	21/01/13
19	RENOVA ENERGIA S.A.	RNEW11	15/10/18	16/10/19
20	SANSUY S.A.	SNSY5	20/12/05	13/03/06
21	SARAIVA LIVREIROS S.A.	SLED4	23/11/18	26/11/18
22	TECNOSOLO S.A.	TCNO3	03/08/12	29/08/12
23	TEKA TECELAGEM KUEHNRICH S.A.	TEKA4	26/10/12	08/11/12
24	VIVER INCORP. E CONSTRUTORA S.A.	VIVR3	16/06/16	29/09/16
25	WETZEL S.A.	MWET4	03/02/16	11/02/16

Fonte: A Autora, 2022.

A análise do impacto do evento – na data zero, ou seja, logo após o evento em questão – no valor dos ativos mais líquidos negociados no mercado de ações pelas empresas que se valeram da recuperação judicial desde 06/2006 até 12/2021, em que junho de 2005 refere-se à data em que a Lei n.º 11.101/2005 entrou em vigor e dezembro de 2021 refere-se à data limite da pesquisa.

Aqui, portanto, estabelece-se a linha do tempo dos estudos tendo o evento “decisão que defere o pedido de recuperação judicial” como data zero, nos moldes da linha do tempo também proposta por Campbell, Lo e MacKinlay (1997) representada abaixo:

- 0 = data do evento – média dos retornos ajustados ao risco, das 21 empresas da amostra,
- T₀ a T₁ = média dos retornos ajustados ao risco das 21 empresas da amostra nos 10 dias anteriores à decisão de deferimento.
- T₂ a T₃ = média dos retornos ajustados ao risco das 21 empresas da amostra nos 10 dias posteriores à decisão de deferimento.

Assim, o retorno anormal será a diferença entre o retorno do evento e a variação da B3 no mesmo período

3.3.2 Janela de Estimação e Determinação de Retornos, Observados, Esperados e Anormais

A janela de estimação encontra-se no período de 2006 a 2021, por meio da determinação dos retornos observados em frequência diária. Neste trabalho foi usada a janela de estimativa no B3 como *benchmark* do modelo, isto é, os retornos diários das ações (R_i) com capitalização

contínuas, o retorno diário do mercado ($IBOV = R_{mt}$), também com capitalização contínua, para o cálculo utilizou-se as seguintes fórmulas, conforme equação 1

Equação 1

$$R_i = LN \frac{P_t}{P_{t-1}} \quad (1)$$

Onde:

R_i = Retorno observado na data;

P_t = Preço da ação na data;

P_{t-1} = Preço da ação no dia útil anterior

Equação 2

$$R_{mt} = LN \frac{C_t}{C_{t-1}} \quad (2)$$

Onde:

R_i = Retorno observado na data do B3;

P_t = Preço da ação na data;

P_{t-1} = Preço da ação no dia útil anterior

LN = função da forma logarítmica para a determinação dos retornos diários com a capitalização contínua.

O valor da ação no momento t é identificado por P_t ; O valor da ação no momento t-1 é identificado por P_{t-1} . A cotação de Mercado no momento t (B3) é identificada por C_t . A cotação de Mercado no momento t-1 (B3) é identificada por C_{t-1} .

Ln representa a forma logarítmica utilizada para determinação dos retornos diários em capitalização contínua. Adequado para o cálculo dos retornos, pois os testes paramétricos devem se trabalhar com a distribuição normal.

Os preços (P_t e P_{t-1}) utilizados são os preços de fechamento os quais estão ajustados a splits, inplits e remuneração de dividendos. Esta estimação ocorreu pela aplicação de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) na forma da regressão linear ou modelo de mercado com a seguinte equação.

Equação 3

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_i \quad (3)$$

Os ativos das 21 empresas são os retornos diários esperados a partir do parametro α e β estimados, também dos retornos diários de mercado apresentados dentro da janela de eventos. Estes retornos esperados são coletados pela seguinte equação:

Equação 4

$$E (R_i | R_m) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (4)$$

Com a utilização das equações 1 e 2, utilizando estas variáveis tem-se o valor dos retornos diários esperados e retornos diários anormais.

Os retornos anormais (AR_i) e anormais acumulados (CAR_i) foram baseados nas inferências estatísticas dos retornos anormais, chamados de retornos diários extraordinários, que conforme Barros, 2019, o retorno diário anormal é a diferença entre o retorno diário observado e o retorno diário esperado, calculado pelas seguintes equações:

Equação 5

$$AR_i = R_i - E \frac{R_i}{R_m} \quad (5)$$

Onde:

AR_i = Retorno anormal do ativo i

R_i = Retorno real do ativo i na data t ;

$E(R_i/R_m)$ = Retorno estimado do ativo i na data t . Como neste trabalho o modelo de estimação escolhido foi o de mercado, R_m corresponde ao Índice B3 (B3 -definido como uma proxy do retorno de mercado).

O valor do t para os retornos anormais, é a razão entre o retorno anormal calculado pelos estimados alfa e beta e, o erro padrão da regressão do ativo no estudo do evento, calculando os retornos anormais acumulados, para maior consistência da análise dos resultados do período.

E utilizou-se a técnica do retorno anormal médio acumulado ou CAR (*Cumulative Average Abnormal Return*) acomodando múltiplos períodos. O CAR é utilizado para agregar os retornos anormais médio no tempo. Os retornos médios acumulado ajustados pelo benchmark do evento t_1 para o evento t_2 são a soma das médias dos retornos ajustados das ações (AR_t) com a seguinte equação 5.

Os Retornos anormais devem ser juntados entre as ações e no tempo observado para permitir inferências para o estudo do evento conforme data definida no estudo. Assim, deve-se agregar entre os n elementos na data do evento.

Equação 6

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_i \quad (6)$$

Onde:

CAR = Retorno anormais acumulados

AR_i = Retorno anormal do ativo i

t_1 = Primeiro dia da janela de evento;

t_2 = Último dia da janela do evento

Assim, têm-se os retornos a partir da data do evento como sendo a média dos retornos ajustados ao risco, das 21 empresas da amostra, no trimestre inicial da recuperação judicial.

3.4 Procedimentos para teste de hipóteses

O objeto do teste de hipóteses na condução de Estudo de Eventos é a realização de inferências que permitirão a sustentação ou refutação da hipótese de pesquisa de que é a data do deferimento da recuperação judicial. A definição do teste de hipótese da pesquisa temos o seguinte:

para AR_i e CAR_i , as seguintes identidades:

Hipótese nula (H_0): $AR_i \leq 0$

Hipótese alternativa (H_1): $AR_i > 0$

Hipótese nula (H_0): $CAR_i \leq 0$

Hipótese alternativa (H_1): $CAR_i > 0$

Assim, os testes de hipótese para retornos anormais são detectados por meio da comparação entre o valor crítico t (distribuição t de *estudent*) e o valor t calculado. Estes valores críticos são 1,28, 1,64 e 2,33 para 10%, 5%, e 1% de significância estatística. Segundo ensinamentos de Benninga, 2008, o cálculo do valor t para os retornos anormais é a razão entre o retorno anormal de cada um dos dias da janela de eventos e o erro padrão da regressão, que no caso deste trabalho foi calculado o erro padrão de cada uma das empresas utilizando, o período para este cálculo segundo o autor tem que ser por pelo menos 120 dias antes do evento, na maioria das observações pegamos mais de 199 dias, com exceção de uma empresa que não tinha (RCSL4) que entrou com a recuperação judicial em 30/01/2006. Os valores calculados de t que estiverem abaixo de 1,64 e 2,33 para 10%, 5%, e 1%, não permitirão afirmar a hipótese nula (H_0) de que os CAR são menores ou iguais a zero, em contra partida os valores de t, acima 1,64 e 2,33 para 10%, 5%, e 1% permitirão a rejeição da Hipótese Nula, respectivamente.

3.5 Estudo dos Índices Econômico-Financeiros

Ainda para responder à pergunta da pesquisa, verificaram-se os indicadores econômico-financeiros das empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa e em recuperação judicial. Foram escolhidos os indicadores grau de endividamento, perfil da dívida, liquidez corrente, por estarem mais próximos da realidade de uma empresa em recuperação judicial.

Foram coletados para cada empresa da amostra inicial dados das demonstrações contábeis divulgadas no intervalo entre quatro trimestres antes do deferimento da petição inicial e os 2

trimestres em que foi proferida sentença de deferimento dos respectivos processos de RJ ou até o último trimestre de 2021 nos casos em curso. Como critério de filtro foram definidos mínimo de 10 trimestres de cobertura por empresa (quatro antes e quatro após início da RJ e dois durante) e presença mínima, com negócios efetivados, em pelo menos 70% dos pregões no intervalo de datas. Dessa forma, da amostra inicial, quatro empresas foram excluídas restando vinte e uma após a filtragem.

Os indicadores escolhidos foram o endividamento e a liquidez. Dentro do endividamento, verificou-se o grau de endividamento e o perfil da dívida, e na liquidez, a liquidez corrente.

Silva (2021), após analisar 100 empresas, chegou à conclusão de que seis variáveis explicavam o estado de insolvência destas empresas: patrimônio líquido/ativo total, financiamento e empréstimos bancários/ativo circulante, fornecedores/ativo total, ativo circulante/passivo circulante, lucro operacional/lucro bruto e disponível/ativo total

A escolha dos indicadores está relacionada à característica básica das empresas em recuperação judicial: a dificuldade ou impossibilidade de seguir honrando compromissos financeiros assumidos sem comprometer a manutenção de suas atividades empresariais. Seja por questões de insolvência – quando há insuficiência patrimonial relativamente ao passivo contratado; ou de liquidez – quando há incapacidade de dispor imediatamente de dinheiro para cumprir com o serviço da dívida.

Para o cálculo do grau de endividamento utilizou-se o passivo total dividido pelo ativo total. Para o perfil da dívida, o passivo circulante dividido pelo passivo total e para liquidez corrente o ativo circulante dividido pelo passivo circulante.

A estatística descritiva da amostra é apresentada no conjunto de dados em painel formado pelos indicadores econômico-financeiros e de desempenho trimestrais das empresas da amostra, totalizou 440 observações trimestrais.

3 ANÁLISE E DISCUSSÃO DO RESULTADOS DA PESQUISA

Variações nos preços de ações em mercado podem ser decorrentes da divulgação de notícias relevantes sobre o futuro das empresas. A fim de avaliar o impacto da publicidade da decisão de deferimento do pedido de RJ, a reação do mercado e o decorrente desempenho em mercado das ações das companhias foi utilizado o estudo de eventos para confrontar o comportamento dos retornos antes e depois do início da recuperação judicial.

O procedimento de análise foi realizado com a comparação aos retornos ajustados ao risco das 21 empresas da amostra nos 10 dias anteriores à decisão de deferimento nos 10 dias após inicial da RJ

Assim, chegamos aos seguintes resultados com o estudo do evento, dos 10 dias anteriores e posteriores e a data do deferimento da recuperação judicial, conforme tabela 3.

TABELA 3 - 10 DIAS ANTERIOR AO DIA ZERO (DZ)

Cias	-10 B	-9 B	-8 B	-7 B	-6 B	-5 B	-4 B	-3 B	-2 B	-1 B	DZ
1	bdll4	-17,31%***	-3,44%***	-0,58%	-6,89%***	1,33%	-0,61%	-1,69%	0,02%	0,21%	23,36%***
2	enev3	-3,36%***	0,75%	-0,68%	-3,70%***	9,74%***	-40,79%***	-28,90%***	-21,73%***	7,47%***	15,87%***
3	eter3	-0,48%	-0,89%	-1,94%	-0,29%	0,47%	-0,52%	-1,42%	-5,09%***	0,00%	-1,58%
4	fher3	1,57%	-0,07%	-3,37%***	1,62%	-1,04%	-12,95%***	-1,87%	-36,30%***	-2,17%***	5,85%***
5	hoot4	-0,12%	-0,20%	-9,52%***	6,42%***	-0,17%	2,73%***	-11,73%***	4,35%***	-4,58%***	3,89%***
6	igbe3	-0,04%	-0,04%	0,91%	-0,04%	2,73%***	-5,06%***	4,00%***	2,88%***	-9,10%***	4,08%***
7	inep4	0,02%	5,14%***	0,03%	0,02%	0,03%	2,49%***	-2,44%***	0,03%	-2,51%***	2,56%***
8	lupa3	0,71%	5,85%***	0,68%	0,70%	0,68%	3,16%***	-1,78%	0,69%	-1,83%*	3,20%***
9	mgel4	2,05%**	4,00%***	-1,92%	0,05%	3,87%***	-1,81%	12,47%***	0,06%	-5,10%***	-3,56%***
10	mmxm3	-2,68%***	4,23%***	2,47%**	7,31%***	-0,08%	1,17%	-0,77%	3,38%***	1,66%	4,35%***
11	oilbr3	-6,88%***	-26,78%***	17,33%***	-9,05%***	-2,88%***	-9,16%***	10,78%***	30,63%***	7,11%***	-13,173%***
12	osxb3	-24,40%***	-13,74%***	4,52***	-3,63%***	14,26%***	5,59%***	-6,62%***	-18,30%***	-3,64%***	-12,81%***
13	pdgr3	-1,80%	1,88%	1,25%	0,04%	-1,47%	-11,42%***	-36,42%***	-0,96%	22,95%***	1,24%
14	rpmg3	-3,90%***	-4,06%***	0,02%	0,02%	4,10%***	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
15	frta3	-0,21%	10,18%***	-4,92%***	-0,21%	-5,88%***	-0,21%	-4,68%***	-0,21%	9,94%***	-0,21%
16	rsl4	-2,35%**	7,17%***	2,09%**	-2,35%**	-6,79%***	18,12%***	-2,35%**	34,42%***	-2,35%**	-2,355%***
17	sled4	-4,44%***	-9,63%***	-2,64%**	-2,69%***	3,56%***	-0,28%	-1,66%	-3,57%***	-15,22%***	6,69%***
18	tcno3	-0,32%	-0,32%	10,21%***	-22,63%***	11,45%***	-0,32%	11,45%***	-12,10%***	11,45%***	-0,32%
19	teka4	6,99%***	4,65%***	4,62%***	4,69%***	4,65%***	4,61%***	4,62%***	4,59%***	4,67%***	4,75%***
20	vivr3	-0,29%	-1,10%	-0,71%	-11,94%***	-6,60%***	-2,77%**	-0,70%	6,42%***	26,95%***	-0,69%
21	rnew11	-0,37%	-2,77%***	-3,00%	-3,33%***	-5,65%***	5,31%***	-3,04%***	-0,29%	-0,12%	-0,86%

Fonte: a autora(2022) Janela de Eventos começa 10 dias antes da data zero (DZ) a data é diferente para cada uma das empresas, e 10 dias posteriores a data zero, **Retornos anormais (AR_t)**: foram obtidos a partir dos estimadores oriundos das regressões MQO para cada estudo de eventos conduzido. ***, ** e * representam a significância dos retornos anormais (AR_t) ao nível de 1%, 5% e 10%, tendo como valores críticos (unicaudais) 2,56, 1,96 e 1,28, respectivamente.

TABELA 3 - 10 DIAS POSTERIOR AO DIA ZERO (DZ)

	Cias	1 A	2 A	3 A	4 A	5 A	6 A	7 A	8 A	9 A	10 A
1	bdll4	-0,01%	4,10%***	0,05%	3,85%***	-8,03%***	-6,02%***	-14,23%***	-5,56%***	-2,96%***	0,03%
2	enev3	13,94%***	3,06%***	-1,85%**	3,15%***	-2,93%**	0,74%	0,60%	0,65%	-4,14%***	0,75%
3	eter3	7,68%***	-2,08%**	-5,36%***	0,39%	1,55%	0,31%	1,82%	2,29%**	-2,68%**	-0,91%
4	fher3	1,92%	-5,76%***	-2,99%***	-1,38%	-3,26%***	7,66%***	-2,18%**	-0,91%	1,22%	-2,27%***
5	hoot4	-4,06%***	-1,45%	-1,96%**	-0,13%	-0,17%	-4,06%***	-2,58%**	-4,24%***	3,97%***	2,33%**
6	igbc3	-9,57%***	-3,42%***	-30,74%***	-0,04%	28,33%***	1,13%	3,37%***	-10,69%***	-6,48%***	5,15%***
7	inep4	2,49%**	0,03%	-10,24%***	-2,72%**	0,01%	-5,68%***	0,02%	0,03%	-2,95%**	-6,22%***
8	lupa3	3,16%***	0,69%	-9,56%***	-2,03%**	0,73%	-5,03%***	0,69%	0,69%	-2,29%**	-5,56%***
9	mge14	-3,62%***	0,06%	-1,86%	3,80%***	0,05%	-9,66%***	2,05%	2,08%	-1,97%**	3,98%***
10	mmxm3	1,65%*	31,67%***	-10,39%***	4,82%***	-1,69%	2,82%**	0,92%	0,34%	3,00%***	7,93%***
11	oibr3	17,87%***	0,44%	-0,93%	7,51%***	-4,82%***	6,81%***	14,54%***	6,33%***	5,95%***	12,01%***
12	osxb3	-3,63%***	-13,74%***	-10,23%***	0,81%	-5,83%***	-1,44%	-5,84%***	-1,44%	2,68%**	-9,95%***
13	pdgr3	5,82%***	-5,34%***	-5,23%***	-8,21%***	9,11%***	-5,04%***	-0,83%	-3,53%***	6,64%***	-4,31%***
14	rpmg3	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	-4,06%***	-4,24%***	0,02%	-4,43%***	4,46%***
15	frta3	-6,61%***	-0,21%	8,24%***	-0,21%	-8,66%***	-0,21%	-0,21%	-4,72%***	7,20%***	1,21%
16	resl4	-2,35%**	-2,35%**	-2,35%**	-2,35%**	-2,35%***	-2,35%**	-2,35%**	-2,35%**	-2,35%**	-2,35%***
17	sled4	3,78%***	1,69%*	1,65%	-2,21%***	-0,28%	-4,77%***	3,72%***	-1,76%	-1,28%	0,22%
18	fcno3	10,21%***	-10,862%***	-0,32%	10,211%***	33,33%***	-2,44%***	8,38%***	-9,03%***	-9,85%***	-0,32%
19	teka4	-23,69%***	7,64%***	6,09%***	3,06%***	4,66%***	4,64%***	4,62%***	4,67%***	1,53%	3,06%***
20	vivr3	3,65%***	-11,59%***	-13,36%***	1,52%	5,69%***	0,53%	-1,12%	-2,36%**	-3,66%***	-1,58%
21	rnew11	-0,37%	-1,61%*	-1,04%	0,22%	0,13%	-3,23%***	2,16%**	-1,63%	-3,02%***	-0,72%

Fonte: a autora(2022) Janela de Eventos 10 DIAS POSTERIOR AO DEFERIMENTO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

A fundamentação teórica que embasa as análises das variações dos valores dos ativos das empresas listadas na B3 que, desde 2006, valeram-se da recuperação judicial em momento de dificuldade financeira, assim após o estudo de eventos vemos que o mercado de ações sinaliza positivamente a recuperação judicial.

Para Mantegna (1999, p. 166) trata-se da suposta “[...] capacidade do mercado de refletir toda a informação disponível no preço dos ativos financeiros”. A noção de que os mercados de ações se autorregulam e reagem às novas informações de maneira a sempre alcançar um preço de equilíbrio das ações – a chamada Hipótese dos Mercados Eficientes - é, nas palavras de Pereira e Urpia (2011, p. 135) “[...] a principal hipótese ortodoxa sobre o mercado financeiro”.

- T_0 = data do evento – média dos retornos ajustados ao risco, das 21 empresas da amostra, no dia zero DZ, isto é, no dia do deferimento da recuperação judicial.
- T_0 a T_1 = média dos retornos ajustados ao risco das 21 empresas da amostra nos 10 dias anteriores à decisão de deferimento.
- T_2 a T_3 = média dos retornos ajustados ao risco das 21 empresas da amostra nos 10 dias posteriores à decisão de deferimento

Conforme mostramos na tabela 3, das 21 empresas, 13 tiveram um resultado positivo no dia zero, e oito tiveram um resultado negativo, destas oito, se analisarmos os dias anterior, vemos que o mercado teve uma reação bem otimista um dia antes, como é o caso da OIBR3, que 2 dias antes teve um resultado de 30,63% e um dia antes 7,11%, então pode-se dizer que o resultado negativo do dia zero foi só um ajuste dos resultados otimistas antes do dia zero. Fazendo esta análise pode-se dizer que somente 3 empresas não receberam com otimismo a recuperação judicial, são elas ETER3 (Grupo Eternit), MGEL4 (Mangels Industrial S.A), OSXB3 (OSX Brasil S.A) e RNEW11 (Renova Energia S.A.).

A RJ do Grupo Eternit foi visto com maus olhos pela mídia e pelo mercado, tendo críticas que a empresa não precisava entrar em recuperação judicial, assim se vemos o resultado na tabela acima, vemos que as ações caíram, pouco, mas caíram nos 9 dias anteriores a RJ, e em setembro de 2023 o presidente da Eternit (ETER3), aponta que não se faz mais necessária a recuperação judicial da companhia, uma vez que a empresa é “rentável, auto-suficiente e tem caixa para pagar toda a dívida líquida”, avaliada em R\$ 76,2 milhões em 2022 (<https://investnews.com.br/negocios/eternit-tecnicamente-a-recuperacao-judicial-nao-se-faz-mais-necessaria/>, acessado em 2023).

O que a mídia critica que a RJ não é necessária, vemos como um caso de sucesso do processo de recuperação judicial de uma empresa que se preparou para entrar com o processo de recuperação judicial, e precisava da tutela do estado pelo período da lei, para arrumar as finanças.

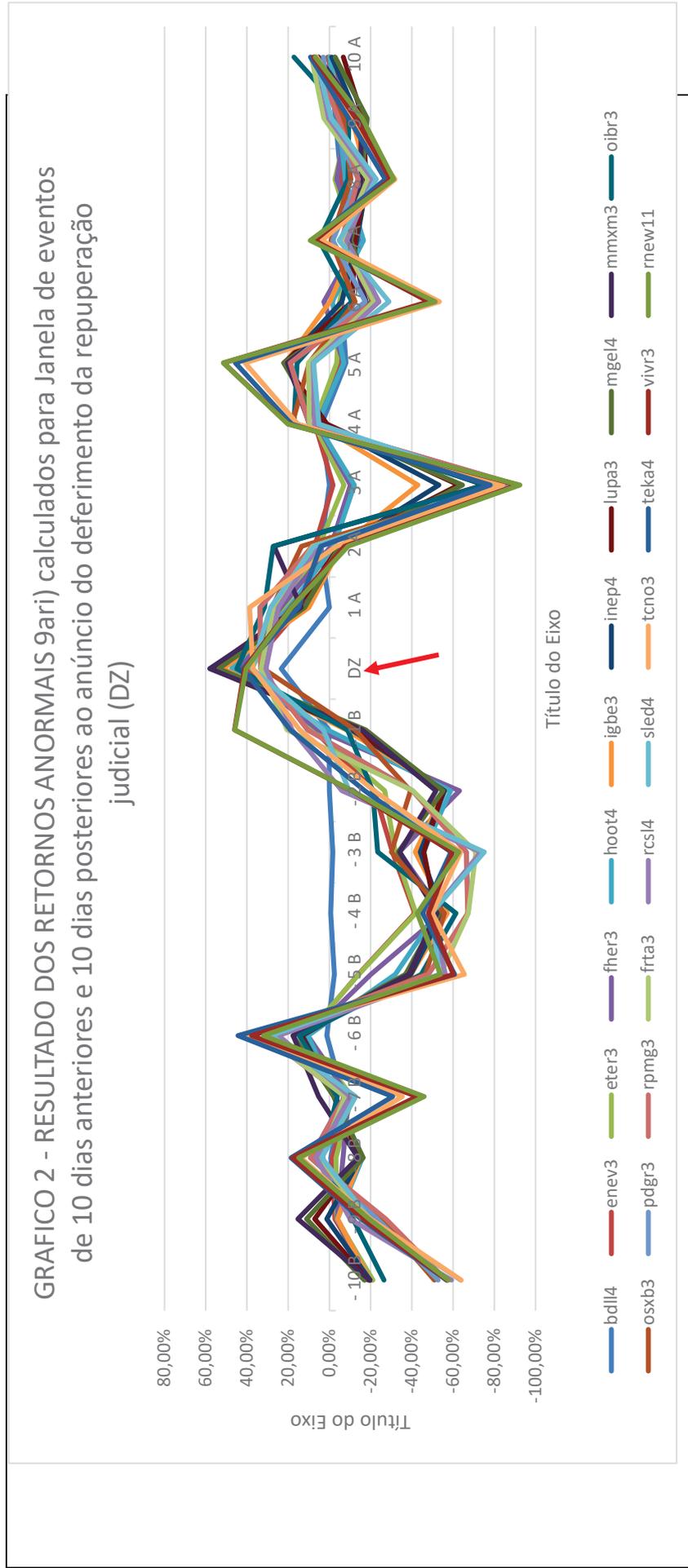
A empresa Mangels Industrial S.A entrou com a recuperação judicial em asseado em 22/11/2013 e saiu da recuperação judicial em 15/03/17, para um processo de recuperação judicial vemos que o tempo foi pouco, em maio de 2022 foi publicado na mídia a seguinte reportagem: A Mangels foi destaque na matéria: “Cresce o número de empresas que Encerraram Recuperação Judicial com Sucesso em SP.” A entrevista contou com os nossos diretores “Elio Pereira da Silva e Fabiano Lobo de Moraes”, que descreveram os desafios enfrentados e superados nesse momento em que toda empresa aprendeu novos conceitos de trabalho e renovou sua forma de fazer gestão, (<https://mangels.com.br/imprensa/mangels-e-destaque-em-materia-sobre-recuperacao-judicial> acessado em julho 2022.)

A OSX Brasil S.A que entrou com a recuperação judicial em 21/11/2013 publicou em Em 24 de novembro de 2020, foi proferida sentença nos autos do processo de Recuperação Judicial da Companhia e das controladas OSX Construção Naval S.A. e a OSX Serviços Operacionais Ltda, decretando o encerramento da Recuperação Judicial, em virtude do cumprimento das obrigações vencidas no prazo de dois anos após a concessão do Plano. E neste dia houve um salto das ações da companhia em 157,09% (<https://www.infomoney.com.br/mercados/osx-fim-recuperacao-judicial>).

E por fim a empresa Renova Energia S.A entrou com a recuperação judicial em 16/10/2016 e teve a seguinte notícia publicada “A Renova Energia (RNEW4), empresa de geração de energia elétrica renovável, fechou o quarto trimestre de 2022 (4T22) com um lucro líquido de R\$ 750,2 milhões, crescimento de 368,3% ante o mesmo período de 2021. O negócio encontra-se em recuperação judicial desde 2019” (<https://www.suno.com.br/noticias/renova-energia-rnew4-lucro-dispara-recuperacao-judicial/>, acessado em 01/04/2023).

Assim podemos ver que mesmo as empresas que o mercado recepcionou o dia do deferimento da recuperação judicial, apresentaram um bom resultado, como mostra o o grafico 2 abaixo:

Gráfico 2 - Retornos acumulados



Fonte: A Autora, 2022, Conforme o gráfico 2 salienta, existe uma melhora no retorno acumulado no período do deferimento da recuperação judicial.

Conforme mostra o gráfico acima, as empresas bem de baixa cotação e no 8º e 6º dias antes tem uma alta, já no 5º, 4º e 3º dias antes voltam a ter baixa, mas no 2º e 1º dia todas somem suas cotações e no dia zero todas estão com cotações positivas, mesmo as que apresentaram resultados negativos, este negativo foi em relação aos dias anteriores o que podemos dizer que o mercado bem recebe a recuperação judicial nas empresas que negociam seus ativos. A recuperação judicial pode representar, o stay period e a tutela do estado pelo período do processo judicial, o folego que a empresa precisava para sair da insolvência técnica.

Não podemos esquecer que antes da data do deferimento da recuperação judicial, no momento que a empresa entra com o pedido de recuperação judicial, o mercado pode interpretar como um momento perigoso até o deferimento da recuperação judicial, pois se o juízo não deferir o pedido o próximo passo é a falência.

O processo de recuperação judicial é longo, dispendioso para as empresas e com muitos momentos importantes. Uma vez deferida a recuperação judicial o próximo passo é a consolidação da relação dos credores e em 60 dias a apresentação do plano de recuperação judicial, outro momento importante, pois se o plano não for aprovado o juiz convocará a recuperação judicial em falência, então é natural que até a aprovação do plano de recuperação judicial o mercado tenha muitos altos e baixos, como o gráfico 2 mostra.

Das 21 empresas somente 4 encerram o processo. As outras 17 empresas continuam com o processo em andamento até dezembro de 2022. Mesmo com empresas que tiveram o deferimento no ano de 2015 como é o caso do *ticker* LUPA3 que teve seu deferimento em 22/11/2013 ou mesmo o *ticker* OIBR4 que teve o deferimento em 21/11/2013 e encerrou a recuperação em 25/11/2020, para já entrar em novo processo de recuperação judicial.

Quanto aos estudos dos índices econômico-financeiros, pegou-se o período do estudo de eventos para a comparação da evolução ou não dos indicadores, quando dizemos o mesmo período contamos aqui com a janela de estimativa. O conjunto de dados em painel formado pelos indicadores e de desempenho trimestrais das empresas da amostra totalizou 440 observações trimestrais descritas abaixo, tabela 3:

Tabela 3 - Conjunto de dados em painel das 21 empresas em RJ .

	Empresa	Código de negociação	Início RJ	Período coberto		Trimestres
				De	Até	
1	RECRUSUL S.A.	RCSL4	jan/06	mar/05	dez/08	16
2	TECNOSOLO S.A.	TCNO3	ago/12	set/11	dez/20	38
3	TEKA TECELAGEM	TEKA4	nov/12	dez/11	dez/20	37
4	REFINARIA MANGUINHOS	RPMG3	jan/13	mar/12	dez/20	36

	Empresa	Código de negociação	Início RJ	Período coberto		Trimestres
				De	Até	
5	OSX BRASIL	OSXB3	nov/13	dez/12	dez/20	33
6	MANGELS INDUSTRIAL	MGEL4	nov/13	dez/12	mar/17	18
7	INEPAR	INEP4	set/14	set/13	dez/20	30
8	ENEVA	ENEV3	dez/14	dez/13	jun/16	11
9	LUPATECH	LUPA3	jun/15	jun/14	dez/20	27
10	OI	OIBR4	jun/16	jun/15	dez/20	23
11	VIVER INCORP. E CONSTRUT.	VIVR3	set/16	set/16	dez/20	22
12	MMX MINERAÇÃO	MMXM3	dez/16	dez/15	dez/20	21
13	PDG REALTY	PDGR3	mar/17	mar/16	dez/20	20
14	POMIFRUTAS	FRTA3	jan/18	mar/17	dez/20	16
15	ETERNIT	ETER3	abr/18	jun/17	dez/20	15
16	IGB ELETRÔNICA	IGBR3	mai/18	jun/17	dez/20	15
17	SARAIVA LIVREIROS	SLED4	nov/18	dez/17	dez/20	13
18	HOTEIS OTHON	HOOT4	nov/18	dez/17	dez/20	13
19	FERTILIZANTES HERINGER	FHER3	fev/19	mar/18	dez/20	12
20	BARDELLA	BDLL4	ago/19	set/18	dez/20	10
21	RENOVA ENERGIA	RNEW11	out/19	dez/18	dez/20	9
-	MÉDIA					20,71
-	MEDIANA					18,00
-	DESVIO PADRÃO					9,328
-	MÍNIMO					9,00
-	MÁXIMO					38,00

As informações para esses cálculos também foram obtidas na B3, analisaram-se o ativo total, o ativo circulante, o passivo circulante, passivo total, das 21 empresas nos períodos em que estavam em recuperação judicial. Com esses dados, elaborou-se os cálculos do grau de endividamento, perfil da dívida e liquidez corrente.

No índice de perfil da dívida ou composição do endividamento, que mostra a proporção entre as obrigações de curto prazo em relação as obrigações totais utilizando para isso a fórmula do Passivo Circulante dividido pelo Passivo Total, mostrando o quanto a empresa tem a pagar no curto prazo para cada real do total das obrigações.

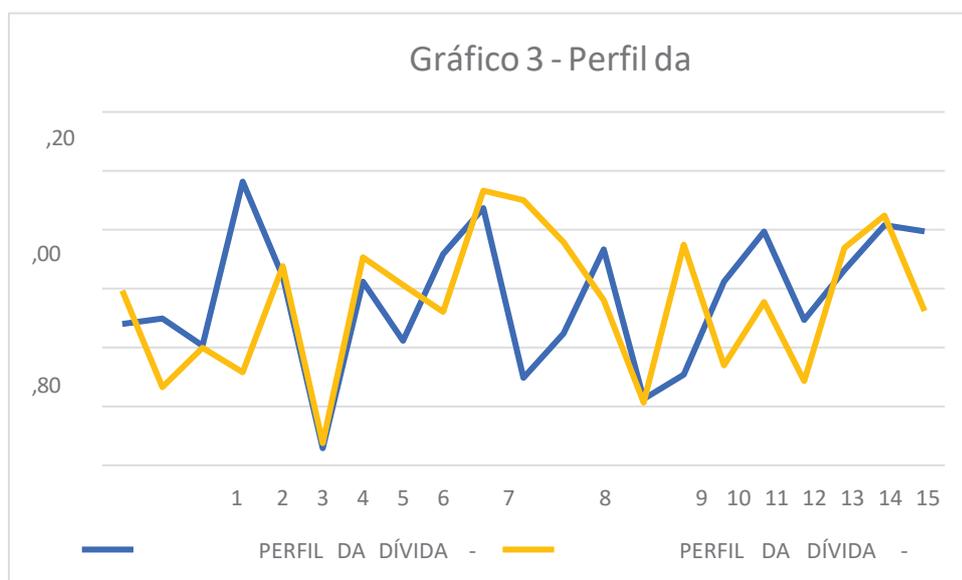
Assim as empresas em média tiveram uma leve melhora entre o período antes da recuperação em relação ao período após a recuperação judicial. O estudo mostrou que relacionando passivo circulante com o exigível total da empresa, resultou um percentual de concentração de 57% de endividamento no curto prazo (vencimento até 12 meses) sendo o restante de 43% corresponde vencimento a longo prazo, isso antes da recuperação judicial. Após a recuperação o percentual de concentração de 55% de endividamento no curto prazo (vencimento até 12 meses) sendo o restante de 45% corresponde vencimento a longo prazo, conforme tabela 4 e gráfico 3.

Tabela 4 – Perfil da dívida

	Empresa	Ticker	deferimento	PERFIL DA DÍVIDA - PC/PT	
				Antes	Após
1	BARDELLA S.A.	BDLL4	07/08/19	0,48	0,59
2	ENEVA S.A.	ENEV3	16/12/14	0,50	0,27
3	ETERNIT S.A.	ETER3	16/04/18	0,41	0,40
4	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FHER3	07/02/19	0,96	0,32
5	HOTEIS OTHON S.A.	HOOT4	28/11/18	0,64	0,68
6	IGB ELETRÔNICA S.A.	IGBR3	09/05/18	0,06	0,08
7	INEPAR S.A.	INEP4	15/09/14	0,62	0,71
8	LUPATECH S.A.	LUPA3	22/06/15	0,42	0,61
9	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MGEL3	22/11/13	0,72	0,52
10	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	MMXM3	19/12/16	0,87	0,93
11	OI S.A.	OIBR4	29/06/16	0,30	0,90
12	OSX BRASIL S.A.	OSXB3	21/11/13	0,45	0,76
13	PDG REALTY S.A.	PDGR3	02/03/17	0,73	0,56
14	REFINARIA PET MANGUINHOS S.A.	RPMG3	21/01/13	0,23	0,21
15	POMIFRUTAS S.A.	FRTA3	25/01/18	0,31	0,75
16	RECRUSUL S.A.	RCSL4	30/01/06	0,62	0,34
17	SARAIVA LIVREIROS S.A.	SLED4	26/11/18	0,79	0,55
18	TECNOSOLO S.A.	TCNO3	29/08/12	0,49	0,29
19	TEKA TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	TEKA4	08/11/12	0,66	0,74
20	VIVER INCORP. E CONSTRUTORA S.A.	VIVR3	29/09/16	0,82	0,85
21	RENOVA ENERGIA S.A.	RNEW11	16/10/19	0,79	0,52
		TOTAL		0,57	0,55

Fonte: A autora

Gráfico 3 – Perfil da Dívida



Fonte: A Autora, 2022

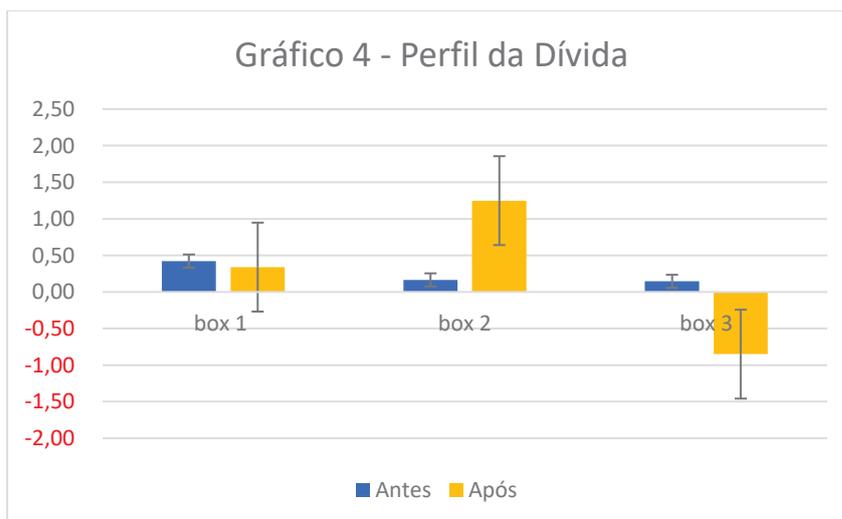
No gráfico acima pode-se ver que é muito discreta a melhora do perfil da dívida, mas mesmo assim ela acompanha a linearidade dos retornos mostrados no estudo de eventos.

Efetuiu-se o *BoxPlot*, ou o resumo dos 5 (cinco) números, ou o chamado diagrama de caixa, que é uma ferramenta utilizada para mostrar por meio do gráfico um conjunto de dados. Pode-se analisar os seguintes dados estatísticos: o mínimo; o primeiro quartil (Q1); a mediana; o terceiro quartil (Q3) e o máximo. Informando os valores discrepantes, os *outliers*, dos dados.

O Boxplot é um gráfico de um conjunto de dados que consiste em uma linha que se estende do valor mínimo ao valor máximo, em uma caixa com linhas verticais, traçadas no primeiro quartil (Q1), na mediana e no terceiro quartil (Q3). Os quartis, isto é, primeiro quartil, a mediana e o terceiro quartil são três valores que dividem os dados ordenados em quatro grupos com aproximadamente 25% dos valores em cada grupo. Na Estatística Descritiva ou na análise exploratória e comparação de dados, o boxplot é um gráfico configurado para poder identificar os outliers (valores discrepantes), valores que são bastante incomuns, no sentido de estarem muito afastados da maioria dos dados. As modificações do boxplot ocorrem nos valores mínimos e máximos que são substituídos pelos valores abaixo do primeiro quartil por uma quantidade que pode ser maior do que o mínimo $[Q1-1,5(Q3-Q1)]$ e uma quantidade que pode ser menor que máximo $[Q3+1,5(Q3-Q1)]$, respectivamente. (ABAR, DE ARAUJO, 2021, pp. 13-21)

Na estatística descritiva o perfil da dívida no box1 que representa o quartil 1 a diferença entre antes e depois é discreta, já no box 2 que é a diferença em quartil 2 em relação ao 3 existe uma melhora significativa que já no box 3, que é a diferença entre o quartil 3 em relação ao quartil 2 tem uma queda acentuada, mas mesmo assim a pesquisa mostra que o perfil da dívida acompanha a linearidade do estudo do evento, mostrado no gráfico 4 e tabela 5.

Gráfico 4 – Boxplot do perfil da dívida



Fonte: A Autora, 2022

Tabela 5 – Estatística descritiva do Perfil da dívida

PERFIL DA DÍVIDA - PC/PT		
	Antes RJ	Após RJ
MINIMO	0,06	0,08
QUARTIL 1	0,42	0,34
QUARTIL 2	0,59	1,59
QUARTIL 3	0,73	0,74
MAXIMO	0,96	0,93
box 1	0,42	0,34
box 2	0,17	1,25
box 3	0,15	-0,85
Limite superior	0,82	1,78
Limite inferior	-0,36	-0,26
MEDIA	0,57	0,55
DESVIO PADRAO	0,23	0,24
observações	84	349
Stat t	0,21	0,16
gl	83	348
prob	0,38872	0,39361

Fonte: A Autora, 2022

Hipótese nula (H0): Média do perfil da dívida após a RJ \geq Média do perfil da dívida antes da RJ rejeita a hipótese nula.

Quanto ao grau de endividamento, que tem o objetivo de mostrar a proporção da utilização de capital próprio e de capital de terceiros em uma entidade, ou o endividamento geral, calculado com o Passivo Total dividido pelo Ativo Total os indicadores não acompanharam a linearidade do estudo do evento, somente 3 empresas das 21 analisadas tiveram uma melhora no grau de endividamento, as outras ficam mais dependentes do capital de terceiros.

Em média as empresas apresentaram um percentual de 154% de capital de terceiros na sua estrutura de capitais, antes da recuperação judicial e após a recuperação esta dependência do capital de terceiros passou para 184%, como mostra a Tabela 6 e o gráfico 5.

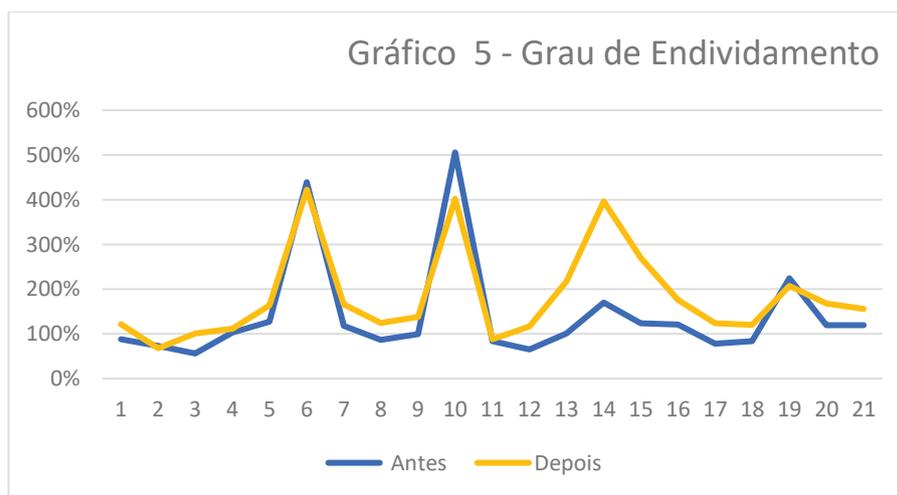
Tabela 6 – Endividamento Geral

	empresa	ticker	deferimento	ENDIVIDAMENTO GERAL - EG = PT/AT	
				Antes	Depois
1	BARDELLA S.A.	BDLL4	07/08/19	88%	122%
2	ENEVA S.A.	ENEV3	16/12/14	73%	68%
3	ETERNIT S.A.	ETER3	16/04/18	56%	101%
4	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FHER3	07/02/19	103%	112%
5	HOTEIS OTHON S.A.	HOOT4	28/11/18	127%	164%
6	IGB ELETRONICA S.A.	IGBR3	09/05/18	439%	422%

	empresa	ticker	deferimento	ENDIVIDAMENTO GERAL - EG = PT/AT	
				Antes	Depois
7	INEPAR S.A.	INEP4	15/09/14	118%	166%
8	LUPATECH S.A.	LUPA3	22/06/15	87%	125%
9	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MGEL3	22/11/13	99%	138%
10	MMX MINERAÇÃO E METALICOS S.A.	MMXM3	19/12/16	506%	402%
11	OI S.A.	OIBR4	29/06/16	84%	88%
12	OSX BRASIL S.A.	OSXB3	21/11/13	65%	117%
13	PDG REALTY S.A.	PDGR3	02/03/17	101%	217%
14	REFINARIA PET MANGUINHOS S.A.	RPMG3	21/01/13	170%	397%
15	POMIFRUTAS S.A.	FRTA3	25/01/18	124%	270%
16	RECRUSUL S.A.	RCSL4	30/01/06	121%	176%
17	SARAIVA LIVREIROS S.A.	SLED4	26/11/18	78%	124%
18	TECNOSOLO S.A.	TCNO3	29/08/12	84%	120%
19	TEKA TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	TEKA4	08/11/12	225%	207%
20	VIVER INCORP. E CONSTRUTORA S.A.	VIVR3	29/09/16	119%	168%
21	RENOVA ENERGIA S.A.	RNEW11	16/10/19	120%	156%
				154%	184%

Fonte: A Autora, 2022

Gráfico 5 – Grau de endividamento

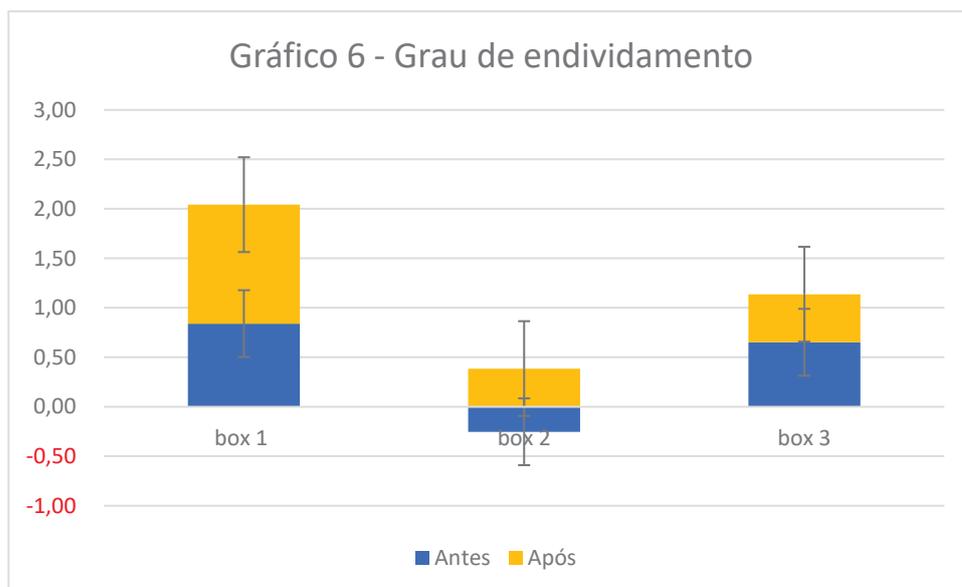


Fonte: A Autora, 2022

Na estatística descritiva o endividamento geral ou grau de endividamento no box1 que representa o quartil 1 a diferença entre antes e depois é acentuada, já no box 2 que é a diferença em

quartil 2 em relação ao 3 existe uma melhora discreta, no box 3, que é a diferença entre o quartil 3 em relação ao quartil 2 tem uma discreta piora em relação ao antes da RJ, assim a pesquisa mostra que o grau de endividamento geral não acompanha a linearidade do estudo do evento, conforme gráfico 6 e tabela 7.

Gráfico 6 – Boxplot do Grau de endividamento



Fonte: A Autora, 2022

Tabela 7 – Estatística descritiva do Grau de Endividamento

ENDIVIDAMENTO GERAL - EG = PT/AT		
	Antes RJ	Após RJ
MINIMO	0,56	0,68
QUARTIL 1	0,84	1,20
QUARTIL 2	0,59	1,59
QUARTIL 3	1,24	2,07
MAXIMO	5,06	4,22
box 1	0,84	1,20
box 2	-0,25	0,39
box 3	0,65	0,49
Limite superior	4,41	3,74
Limite inferior	-0,28	-0,52
MÉDIA	1,42	1,70
DESVIO PADRÃO	1,16	1,04
observações	84	349
Stat t	0,95	1,50

ENDIVIDAMENTO GERAL - EG = PT/AT		
gl	83	348
prob	0,2532 8	0,1293 4

Fonte: A Autora, 2022

Hipótese nula (H0): Média do grau de endividamento após da RJ \geq Média do grau de endividamento antes da RJ - Rejeita H0

Importante lembrar que este índice apenas identifica a proporção de capitais de terceiros investidos na sociedade. Em muitas situações, no entanto uma proporção maior de capitais de terceiros não significa, necessariamente que o negócio é inviável. Dependendo do retorno o custo do investimento realizado por terceiros pode ser absorvido pelo negócio, com lucro ao final da operação (CRUZ,2012)

Necessário destacar, a falência de uma empresa não se resume ao grau de endividamento, mas conforme Silva (2012), há uma série de situações, como a não aplicação correta de recursos disponíveis tanto de terceiros como próprio, má gestão, ausência de organização, entre outros.

A liquidez corrente, é importante por mostrar a situação financeira da empresa. Como o índice mostra a capacidade da empresa arcar com seus compromissos, quanto maior este índice melhor a situação da empresa, isto é, quando este índice for maior que 1 (um) significa que a empresa tem mais direitos do que obrigações, ou ainda, tem uma boa liquidez. Para Braga (2009, p. 162) “A análise interna de liquidez constitui-se num dos mais valiosos instrumentos de controle financeiro, especialmente quando realizada em períodos curtos (semanais, quinzenais, mensais)” concordando com Iudicibus (2009) que argumenta que este é o melhor indicador para mostrar a situação líquida da empresa. Já Cruz (2012) alerta para a limitação da liquidez corrente por não ter o vencimento dos recebíveis e das obrigações no período corrente (12 meses),

O resultado do estudo mostrou que este índice também não acompanhou a linearidade do estudo do evento, pois somente cinco empresas tinha um índice acima de 1, isto é, tinha disponibilidade de ativo circulante em relação ao passivo circulante, isso é, tinham um valor superior a R\$ 1,00 de obrigações a curto prazo, onde indica que poderiam quitar todas as obrigações e ainda teriam sobra.

Os dados do estudo mostram que em média as 21 empresas analisadas não tinham investimento no ativo circulante suficientes para cobrir as dívidas a curto prazo, pois o índice resultante foi de R\$ 0,71, valor menor que 1, faltando R\$ 0,29 para cada \$ 1,00 de dívida, isso antes

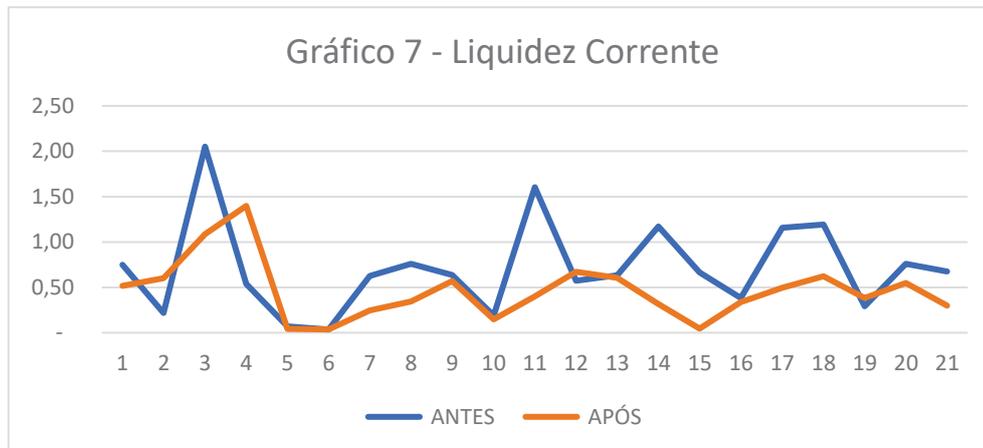
da recuperação e após a recuperação este índice foi de R\$0,46, faltando R\$ 0,54 para cada R\$ 1,00 de dívida, como mostra a tabela 8 e o gráfico 7.

Tabela 8 – Liquidez Corrente

LIQUIDEZ CORRENTE AC/PC					
	EMPRESA	TICKER	DEFERIMENTO	ANTES	APÓS
1	BARDELLA S.A.	BDLL4	07/08/19	0,75	0,75
2	ENEVA S.A.	ENEV3	16/12/14	0,22	0,22
3	ETERNIT S.A.	ETER3	16/04/18	2,05	2,05
4	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FHER3	07/02/19	0,54	0,54
5	HOTEIS OTHON S.A.	HOOT4	28/11/18	0,07	0,07
6	IGB ELETRÔNICA S.A.	IGBR3	09/05/18	0,04	0,04
7	INEPAR S.A.	INEP4	15/09/14	0,63	0,63
8	LUPATECH S.A.	LUPA3	22/06/15	0,76	0,76
9	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MGEL3	22/11/13	0,64	0,64
10	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	MMXM3	19/12/16	0,19	0,19
11	OI S.A.	OIBR4	29/06/16	1,61	1,61
12	OSX BRASIL S.A.	OSXB3	21/11/13	0,57	0,57
13	PDG REALTY S.A.	PDGR3	02/03/17	0,63	0,63
14	REFINARIA PET MANGUINHOS S.A.	RPMG3	21/01/13	1,17	1,17
15	POMIFRUTAS S.A.	FRTA3	25/01/18	0,66	0,66
16	RECRUSUL S.A.	RCSL4	30/01/06	0,38	0,38
17	SARAIVA LIVREIROS S.A.	SLED4	26/11/18	1,16	1,16
18	TECNOSOLO S.A.	TCNO3	29/08/12	1,19	1,19
19	TEKA TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	TEKA4	08/11/12	0,29	0,29
20	VIVER INCORP. E CONSTRUTORA S.A.	VIVR3	29/09/16	0,76	0,76
21	RENOVA ENERGIA S.A.	RNEW11	16/10/19	0,67	0,67
				0,71	0,71

Fonte: A Autora, 2022

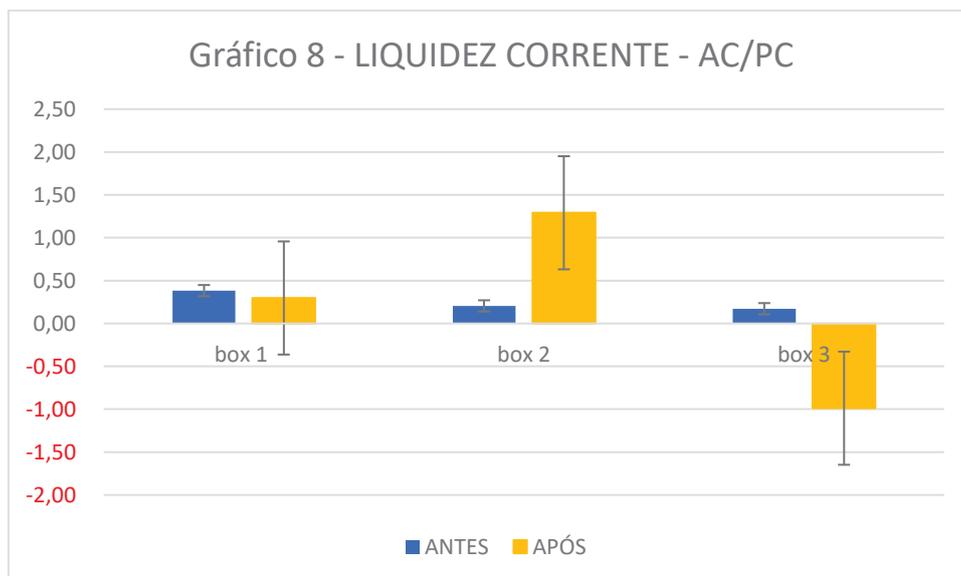
Gráfico 7 – Liquidez Corrente



Fonte: A Autora, 2022

Na estatística descritiva a liquidez corrente no box1 que representa o quartil 1 a diferença entre antes e depois é discreta, já no box 2 que é a diferença em quartil 2 em relação ao 3 existe uma melhora acentuada, no box 3, que é a diferença entre o quartil 3 em relação ao quartil 2 tem uma acentuada queda em relação ao antes da RJ, assim a pesquisa mostra que o grau a liquidez corrente não acompanha a linearidade do estudo do evento, conforme gráfico 8 e Tabela 9.

Gráfico 8 – Boxplot do Liquidez Corrente



Fonte: A Autora, 2022

Tabela 9 – Estatística descritiva do Liquidez Corrente

LIQUIDEZ CORRENTE - AC/PC		
	Antes RJ	Após RJ
MÍNIMO	0,04	0,04
QUARTIL 1	0,38	0,30
QUARTIL 2	0,59	1,59
QUARTIL 3	0,76	0,60
MÁXIMO	2,05	1,40
box 1	0,38	0,30
box 2	0,21	1,29
box 3	0,17	-0,99
Limite superior	1,88	2,39
Limite inferior	-0,35	-0,26
MÉDIA	0,71	0,46
DESVIO PADRÃO	0,50	0,33
observações	84	349
Stat t	0,36	-0,08
gl	83	348
prob	0,37242	0,39744

Hipótese nula (H₀): Média da liquidez corrente após a RJ \leq Média da Liquidez corrente antes da RJ – rejeita a hipótese nula. Foram testadas as seguintes hipóteses:

- Hipótese nula (H₀): Média do grau de endividamento antes da RJ \leq 1.
- Hipótese nula (H₀): Média do perfil da dívida antes da RJ \leq 0,5.
- Hipótese nula (H₀): Média da liquidez corrente antes da RJ \geq 1.

Os resultados dos testes de hipóteses testadas são os seguintes, conforme tabela 10 e 11.

Tabela 10 - Sumarização da estatística descritiva

Indicador	Antes da RJ			Após a RJ		
	Média	Quartil 1	Mediana	Média	Quartil 1	Mediana
Grau de endividamento	1,42	0,84	1,03	1,70	1,20	1,56
Perfil da dívida	0,57	0,42	0,62	0,55	0,34	0,56
Liquidez corrente	0,71	0,64	0,38	0,46	0,40	0,30

Fonte: A Autora, 2022.

Tabela 11 - Resultados dos testes de hipóteses dos indicadores

Teste	Indicador	$\alpha=10\%$	$\alpha=5\%$	$\alpha=1\%$
a)	Grau de endividamento	Rejeita H ₀	Rejeita H ₀	Rejeita H ₀
b)	Perfil da dívida	Rejeita H ₀	Rejeita H ₀	Falha em Rejeitar H ₀
c)	Liquidez corrente	Rejeita H ₀	Rejeita H ₀	Rejeita H ₀

Fonte: A Autora, 2022.

A análise dos resultados dos testes aos níveis de significância de 10%, 5% e 1% (figura 19) validam a hipótese de insolvência técnica das empresas no período de 12 meses anteriores às decisões de deferimento e indicam consistência nas referidas decisões face às condições correntes das companhias analisadas.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo verificar os impactos do deferimento do pedido de recuperação judicial em empresas listadas no mercado de ações e seus desempenhos econômico-financeiro acompanham esta linearidade.

A Lei de Recuperação Judicial e Falência é dependente da contabilidade, desde a contestação prévia à apresentação da inicial do processo quando a recuperanda tem que entregar os relatórios contábeis dos últimos três anos como determina o art. 51 da referida Lei.

Passando pela verificação de créditos, prestação de contas, e assim por diante, em estudos feitos anteriormente, constatou-se que 12% dos artigos da Lei de RJ e falência citam a contabilidade, o contador ou as demonstrações contábeis.

Os estudos sobre o assunto são na maioria da área de Direito, que não entram no mérito da contabilidade, da estatística como feito neste estudo.

Para a empresa se prepararem para entrar com o pedido de recuperação judicial, o contador tem que mostrar o lado financeiro desta empreitada, como o comportamento do mercado após o deferimento da RJ, e se este procedimento irá piorar ou melhorar os resultados da empresa em seus indicadores contábeis, por isso da importância de estudos que mostram este comportamento.

O estudo de evento sobre o comportamento das ações das empresas no dia do deferimento da RJ ajuda no avanço das pesquisas de insolvência empresarial e mostra o comportamento do mercado de ações em relação a este evento.

Este trabalho teve como foco mostrar o comportamento do mercado de ações no deferimento da recuperação judicial e mostrar a linearidade dos índices das empresas em recuperação judicial. Assim, foi mostrado com o estudo de eventos e com os índices do perfil da dívida que o mercado de ações das empresas brasileira listadas na B3 sinalizam positivamente para o dia do deferimento da recuperação judicial.

O estudo se justificou uma vez que o principal foco dos estudos de contabilidade sobre a recuperação judicial não faz a comparação entre o comportamento das ações no deferimento da RJ e os índices econômicos financeiros. Novamente se enfatiza que o processo de recuperação judicial é administrado por juízes, administradores judiciais que na maioria são advogados e os advogados dos credores e dos devedores, cujo foco está no andamento processual, sem saber sobre a contabilidade, a reação do mercado de ações e se a empresa está ou não tendo bons resultados. Quem responde a essas questões são os contadores, e quanto mais conhecimento sobre o processo e suas

consequências financeiras mais proativo pode se tornar, até como administrador judicial ou gestor judicial, uma vez que a Lei sugere que o contador pode ocupar estes espaços.

Também interessante lembrar que o instituto da recuperação judicial e falência veio com uma história de pouco sucesso antes da Lei atual que foi a Lei da Concordata. Como pode-se ver na amostra quando mais passa o tempo em relação da Lei n.º 11.101/2005, mais empresas em dificuldades financeiras procuram a tutela do Estado para conseguir passar pela crise, diferente da concordata, os casos de sucessos são grandes. Mas ainda é um custo alto para a empresa, o processo é moroso, o que deveria durar dois anos se arrasta por mais tempo, basta ver o resultado deste trabalho que mostra no estudo do evento a melhora dos resultados das ações.

O objetivo do trabalho foi atingido, pois apontou os impactos do deferimento do pedido da recuperação judicial em empresas listadas no mercado de ações e seus desempenhos econômico financeiros, mostrando que o mercado de ações sinaliza positivamente após o deferimento da RJ, e que os índices econômicos não acompanham esta linearidade na totalidade, mas também devemos levar em conta que normalmente o plano de recuperação vem com deságio nas dívidas das empresas, o que vai mudar o cenário das demonstrações contábeis durante o decorrer do processo. O mercado de ações vê como um ponto positivo a RJ, já que a empresa terá a oportunidade de se reestruturar e com seu plano de RJ arcar com seus compromissos. Podemos dizer que durante o processo de recuperação tem momentos delicados, como é o deferimento da recuperação judicial e a aprovação do plano de recuperação judicial, nos dois caso pode o juízo convolar a recuperação judicial em falência.

Mas tudo isso só tem validade se a empresa mostrar no início da RJ que é viável, que só está passando por uma insolvência técnica, e que além do lado financeiro vai conseguir manter o lado social da empresa que é manter os empregos, pagar seus impostos e girar o capital. Pois se a empresa não demonstrar esta viabilidade em seu plano de recuperação judicial quanto antes foi convolada a falência, melhor para a entrada no mercado de uma empresa viável.

Diante da metodologia utilizada, a amostra foi das empresas listadas na B3, tendo em vista que o objetivo era saber como o mercado de ações se comporta neste momento do deferimento da RJ, e pelo fácil acesso aos dados necessários a pesquisa. Seria difícil ter os relatórios contábeis de empresas que não estão listadas na bolsa para um estudo semelhante. Assim, trabalhou-se apenas com empresas de grande porte que negociam suas ações. Também como limitação, tem-se um número pequeno de empresas que negociam suas ações e estão em recuperação judicial.

Seria interessante que em trabalhos futuros se dedicassem à procura de documentos de empresa de médio ou de pequeno porte, para identificar se os indicadores econômicos têm o mesmo

comportamento mostrado aqui, para isso seria necessário acesso aos processos de determinadas vara especializadas em RJ. Já, quanto ao mercado de ações seria interessante o estudo das decisões judiciais do processo de cada empresa para medir o comportamento do mercado de ações e se os índices continuam com a mesma linearidade. Assim, talvez possam mostrar os momentos mais delicados desse processo, senão em todo ele.

REFERÊNCIAS

- ABAR, Celina AA Pereira; DE ARAUJO, Péricles César. Sobre o *boxplot* no GeoGebra. **Revista do Instituto GeoGebra Internacional de São Paulo**, v. 1, n. 1, 2012.
- ABRÃO *et al.* **10 anos de vigência da Lei de recuperação e falência (Lei nº 11.101/2005)**. São Paulo: Saraiva, 2015.
- ALMEIDA, Amador Paes de. **Curso de falência e recuperação de empresa**. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- ALTMAN, E. J.; BAIDYA, T. K. N.; DIAS, L. M. R. Previsão de problemas financeiros em empresas. **Revista de Administração de Empresa – RAE**, v. 19, n. 1, p. 17-28, 1979
- ALTMAN, Edward I.; HOTCHKISS, Edith. **Corporate financial distress and bankruptcy**, 2010.
- ALVES, W. J.; CARDOSO, Y. ANÁLISE FINANCEIRA: os índices financeiros da empresa Oi S/A em sua recuperação judicial, no período de 2016 a 2019. **Caderno Científico UNIFAGOC de Graduação e Pós-Graduação**, v. 7, n. 1, 2022.
- ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. **Revista de Administração – Rausp**, v. 38, n. 1, p. 5-14, 2003.
- ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. A nova Lei de falências brasileira: primeiros impactos. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, p. 191-212, jul/set. 2009.
- ASSAF NETO, A. **Valuation: Métricas de Valor & Avaliação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2012.
- BARNEY, J. B.& HESTERLY, W. Economia das organizações: entendendo a relação entre organizações e a análise econômica. In S. R. Clegg; C. Hardy. & W. R. Nord, W. **Revista Handbook de Estudos Organizacionais**, São Paulo: Atlas, v. 3, pp. 131-179, 2004.
- BARROS, F. A. M. **Falência: recuperação judicial e extrajudicial**. São Paulo: Editora MB, 2009.
- BEKIRIS, Fivos V.; DOUKAKIS, Leonidas C. Corporate governance and accruals earnings management. **Managerial and Decision Economics**, v. 32, n. 7, p. 439-456, 2011.
- BERTUCHI, F.I. **Custos de transação e informação contábil na recuperação judicial de micro e pequenas empresas**. 2019. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá-PR, 2019.
- BEZERRA FILHO, M. J. **Lei de recuperação de empresas e falências: comentado: Lei 11.101/2005 comentário artigo por artigo**. 4. ed., rev., atual., e ampl. da obra Nova Lei d. São Paulo: R. dos Tribunais, 2007.

BEZERRA, M. J., FILHO. **Lei de recuperação de empresas e falência**: Lei 11.101/2005: Comentada artigo por artigo. 12. ed. Revista dos Tribunais, 2017.

BIONE DE MELO NETO, José; LAGIOLA, Umbelina Cravo Teixeira. Uma análise das Recuperações judiciais: quais informações contábeis explicam a convolação ou não em falência? In: **XX USP International Conference in Accounting**, 2020.

BRASIL. **Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005**. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília: Presidência da República, 2005.

BRASIL. **Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília: Presidência da República, 2007.

BRASIL. **Lei n. 11.941, de 27 de maio de 2009**. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento de débitos tributários etc. Brasília: Presidência da República, 2009.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: Presidência da República, 1976.

BULGARELLI. **A teoria jurídica da empresa**: análise jurídica da empresarialidade. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1985.

CALLADO, A. L. C. Estudo sobre insolvência entre empresas paraibanas: uma aplicação do termômetro de Kanitz. [Anais...] Encontro Nordestino de Contabilidade – ENECON, Fortaleza, CE, Brasil, 6. 2003.

CAMPANHOL, Edna Maria et al. Análise de balanço em caso de recuperação judicial. **Diálogos em Contabilidade**: Teoria e Prática, v. 5, n. 1, 2020.

CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. **The econometrics of financial markets**. Princeton: Princeton University Press, 1997.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito empresarial**: falência e recuperação de empresa. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. 721 p. Disponível em <https://revista.unifagoc.edu.br/index.php/caderno/article/view/957/818> Acesso em: 18 abr. 2020.

CASTRO JÚNIOR, F. H. F. **Previsão de insolvência das empresas brasileiras usando análise discriminante, regressão logística e redes neurais**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade USP, Programa de Pós-Graduação em Administração, São Paulo, SP, Brasil, 2003.

COELHO, F. U. **Manual de direito comercial**: direito de empresa. 21. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**: direito de empresa. 18. ed. São Paulo, Thomson Reuters, 2018.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 00, de 15 de dezembro de 2011.** Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>>. Acesso em: 25 set. 2022.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico CPC 26, de 15 de dezembro de 2011.** Apresentação das Demonstrações Contábeis. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=57>>. Acesso em: 25 set. 2022.

COOPER, M. J; KHORANA, A.; OSOBOV, I.; PATEL, A.; RAU, R. Managerial actions. In: COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas.** 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

COSTA, D. C. Reflexões sobre processos de insolvência: Divisão equilibrada de ônus, superação do dualismo pendular e gestão democrática de processos. **Cadernos Jurídicos Escola Paulista da Magistratura**, n. 39, ano 16, pp. 59-77. 2015.

COSTA, Daniel Carnio. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005.** Curitiba: Juruá, 2021.

COSTA, Daniel Carnio. **Comentários Completos à Lei de Recuperação de Empresas e Falências.** v II. Curitiba: Editora Juruá: 2015.

COSTA, Maria Lúcia Ribeiro da; SANCHES, Simone Leticia Raimundini. Revisão Sistemática sobre Recuperação Judicial: Interfaces com a Pesquisa Contábil. In: **6º Congresso UnB de Contabilidade e Governança & 3º Congresso UnB de Iniciação Científica-CCGUnB.** 2021.

CRuZ, June A W. Análise das demonstrações financeira: teoria e pratica. Curitiba: Juruá, 2012.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização.** Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2009.

DAMODARAN, Aswath et al. Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence. **Foundations and Trends® in Finance**, v. 1, n. 8, p. 693-784, 2007.

DIAS, Reinaldo. **Sociologia das organizações.** São Paulo: Atlas, 2008.

DINIZ, Josedilton Alves et al. Vantagens da Implantação das Ipsas na Contabilidade Pública Brasileira: Análise da percepção dos membros do GTCON. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 9, n. 3, 2015.

DOMINGOS, C. E. Q. **As fases da recuperação judicial.** Curitiba: JM Livraria Jurídica, 2009.

FAMÁ, Rubens; GRAVA, J. William. Liquidez e a teoria dos elementos causadores de insolvência. **Caderno de pesquisas em administração**, São Paulo, v. 1, n. 12, p. 2, 2000.

FORNARI, Homero José Nardim et al. A análise econômica do direito e a redução das falhas de mercado pela contabilidade no processo de recuperação judicial. 2016.

GALHOTI COELHO, Everton; BARROS, Claudio Marcelo Edwards; SCHERER, Luciano Márcio; COLAUTO, Romualdo Douglas. Gerenciamento de resultado em empresas insolventes: um estudo com os países do BRICS. In: **Congresso Semead**, USP, 2015.

GASPARINI, TARSILA et al. A Perícia Prévia na Recuperação Judicial: As Práticas Adotadas pelos Peritos Contadores e seu Nível de Influência no Deferimento do Pedido de Processamento da Recuperação Judicial. 2020.

HAHN, R. C. **A percepção de magistrados e administradores judiciais sobre a atuação do contador em processos de recuperação judicial e falência**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, RS, 2018.

HOJI, Masakazu. **Administração Financeira e Orçamentária, Matemática Financeira Aplicada, Estratégias Financeiras e Orçamento Empresarial**. 11.ed. São Paulo: Atlas, 2014.

HOLTHAUSEN, R. W.; LEFTWICH, R. The economic consequences of accounting choice: implications of costly contracting and monitoring. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 77-117, 1983

HOOG W. A. Zappa. **Prova pericial**. Curitiba: Juruá, 2021.

HOOG, Wilson Alberto Zappa. Perícia contábil e a Justiça entre iguais. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 6, n. 18, p. 57-64, 2007.

IUDÍCIBUS, S. D. **Análise de balanços**: análise da liquidez e do endividamento; análise do giro, rentabilidade e alavancagem financeira. 10. ed. São Paulo, Atlas. 2009.

JUPETIPE, F. K. N. & MÁRIO, P. C. Um estudo sobre custos de falência: o caso da recuperação judicial da Varig S.A. **Revista Pensar Contábil**, v. 15, n. 57, p. 4-14, 2013.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento. **Custos de falência da legislação falimentar brasileira**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-18032014-153304/pt-br.php>. Acesso em: 09 jun. 2022.

KASSAI, J. R.; KASSAI, S. Desvendando o termômetro de insolvência de Kanitz. Foz do Iguaçu. **[Anais...]** Encontro Nacional Da Associação Nacional De Pós-Graduação E Pesquisa Em Administração. Foz do Iguaçu, PR, Brasil, 1998.

KLANN, R. C.; BEUREN, I. M. Características de empresas que influenciam o seu disclosure voluntário de indicadores de desempenho. **Brazilian Business Review - BBR**, v. 8, n. 2, p. 96- 118, 2011.

LACERDA, J. C. Sampaio de. **Manual de direito falimentar**. 12. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1985.

LAZZARINI, A. A. Reflexões sobre a recuperação judicial de empresas. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, A. A.; ANTONIO, N. M. L. (Org.). **Direito recuperacional: aspectos teóricos e práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

LOBO, Jorge. Lacunas da Lei nº 11.101, de 2005 (LRFE). In: FACHIN, Edson; ABRÃO, Carlos Henrique; REQUIÃO, Rubens Edmundo (coord.). **O moderno direito empresarial no século XXI: estudos em homenagem ao centenário de Rubens Requião**. Rio de Janeiro: GZ, 2018.

LUNARDI, MICHELI APARECIDA; BILK, ÂNGELA; JUNIOR, MOACIR MANOEL RODRIGUES. Relação Entre o *Financial Distress* e o Desempenho Econômico, de Mercado e Financeir (Aratangy, 2021

MAGALHAES, J.S. & RAMOS, M.A. Impacto nos indicadores financeiros da projeção dos passivos contingentes à estrutura de capital de instituição em recuperação judicial. [Anais...] SEMEAD Seminários em Administração FEA-USP, 2019.

MALGARIZI, Diego Leandro. **Determinantes econômico-financeiros do ingresso de empresas em recuperação judicial no mercado brasileiro**. Dissertação (Mestrado – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Porto Alegre, 2021.

MANTEGNA, Rosário; STANLEY, Eugene. **An introduction to econophysics: correlation and complexity in finance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

MARION, Jose Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**. 7. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 2012.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2001.

MARTINS, J.; ALVES, S. The impact of intangible assets on financial and governance policies: a literature review. **Portuguese Journal of Management Studies**, v. XV, n. 1, 2010.

MATARAZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATOS, L. G., & DAMASCENO, L. X. Litisconsórcio ativo na recuperação judicial. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, n. 2, v.2, pp. 42-59, 2016.

MITCHELL, M. L.; NETTER, J. M. **The role of financial economics in securities fraud cases: applications at the Securities and Exchange Commission**. sl: Business Laywer, 1994. 1994.

MORO JUNIOR, Sergio. **A Contabilidade nos Processos de Recuperação Judicial** – Análise na Comarca de São Paulo. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, 2011.

NAVARRO, Norlan Moreira. **Contribuições para a análise do poder de influência dos credores na recuperação judicial**. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, 2020.

NETO, Pedro Cascaes. Recuperação judicial de empresas e o princípio da solução de mercado. **Revista Jurídica da Escola Superior de Advocacia da OAB-SC**, Ordem dos Advogados do Brasil–Seção de Santa Catarina. 2021.

NUNES, M. G.; BARRETO, M. A. F. Alguns apontamentos sobre comunhão de credores e viabilidade econômica. In: CASTRO, R. R. M.; ARAGÃO, L. S. **Direito societário e nova Lei de falências e recuperação de empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

OBI, C. P. **Global Market Reactions to 9-11**: An event study. SFA. Key West; November,

OLIVEIRA, E. C. **Sentença que decreta a falência no processo de recuperação judicial de empresa**. Tese (Doutorado em Direito das Relações Sociais) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2007.

PAXSON, Dean, and Douglas WOOD. "Encyclopedic dictionary of finance. 1. Vydání. Padstow. 1998.

PELEIAS, Ivam Ricardo et al. Interfaces jurídico-contábeis em processos de recuperação judicial na Comarca de São Paulo. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 17-34, 2016.

PEREIRA, Eder Johnson de Area Leão Pereira; URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz. Hipótese dos mercados eficientes vis-à-vis incerteza, convenção e especulação: por uma mudança de paradigma nos mercados financeiros. **Pesquisa & Debate**, v. 22, n. 1, USP, 2011.

PIMENTA, Eduardo Goulart. Recuperação judicial de empresas: caracterização, avanços e limites. **Revista Direito GV**, v. 2, n. 1, p. 151-166, 2006.

PLATT, H. D., & PLATT, M. B. **Predicting corporate financial distress: reflections on choicebased sample bias**. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184-199. 2002.

RAMOS, André L. S. **Direito empresarial**: esquematizado. 6. ed. São Paulo: Método, 2016.

ROCHA, Diogo de Souza Salgado. Empresas em recuperação judicial e a existência de alisamento do resultado nas demonstrações contábeis. **Revista de Contabilidade e Gestão Contemporânea UFF**, v. 1, n. 2, p. 63-74, 2018.

RONCALIO, M. P.; SILVA, R. V.; ALBERTON, L. & SILVA, G. J. Fatores que contribuíram para a falência de uma indústria de componentes plásticos, coletados pela análise de relatórios contábeis. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 9, n. 27, p. 61-77, ago./nov. 2012. Disponível em: <http://revista.crcsc.org.br/index.php/CRCSC>. Acesso em: 20 ago. 2022.

ROOS, S. A. et al. **Administração financeira**: versão brasileira de corporate finance. 10th edition. Porto Alegre: AMGH, 2015.

ROSE-GREEN, E., & LOVATA, L. The Relationship between Firms' Characteristics in the Periods Prior to Bankruptcy Filing and Bankruptcy Outcome. **Accounting and Finance Research**, v. 2, n. 1, 97-109, 2013.

SEDIYAMA, G. A. S. BAQUIM; L. B. & ALMEIDA, F. M. Previsão da materialização do risco de insolvência do Grupo Oi. **Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios**, v. 11, n. 2, p. 113-146, maio/ago. 2018.

SERASA EXPERIAN. 2021. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br/conteudos/indicadores-economicos/recuperacoesjudiciais>. Acesso em: 17 jul. 2021.

SILVA, Diego Lemos da et al. Análise dos comportamentos resilientes utilizados como forma de legitimação no plano de recuperação judicial da empresa Oi. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 40, n. 1, p. 137-153, 2021.

SILVA, P. Z. P.; GARCIA, I. A. S.; LUCENA, W. G. L.; PAULO, E. A Teoria da Sinalização e a Recuperação Judicial: Um Estudo nas Empresas de Capital Aberto Listadas na BM&FBovespa. **Desenvolvimento em Questão**, v. 16, n. 42, p. 553-584, 2018.

SILVA, Polyandra Zampiere Pessoa da et al. A Teoria da Sinalização e a Recuperação Judicial: um estudo nas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. **Desenvolvimento em Questão**, v. 16, n. 42, p. 553-584, 2018.

SILVA, Rodrigo Antônio C. da. **A falência e a contabilidade**, **Jornal Apotec**, v. 35, p. 57, 2011.

SOUZA, Diana de; KUHN, Vagner Felipe. O uso de metodologias contábeis para mensurar o valor da empresa em recuperação judicial ou falência. **Revista de Administração**, v. 12, n. 22, p. 106-127, 2014.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES; Karina Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. [**Anais...**] Enanpad, Anais de eventos, 2002.

STERLING, Robert R. On theory construction and verification. **The Accounting Review**, v. 45, n. 3, p. 444-457, jul. 1970.

STROEHER, A. M.; FREITAS, H. O uso das informações contábeis na tomada de decisão em pequenas empresas. **Revista RAUSP-e**, v1, n.1, jan-jun 2008.

TRIANSTIS, G. G., & DANIELS, R. J. *The role of debt in interactive corporate governance*. **California Law Review**, 1073-1113. 1995.

VARGAS, Gyorgy. Índice de *Sharpe* e outros Indicadores de Performance Aplicados a Fundos de Ações Brasileiros. **RAC**, v. 5, n. 3, p. 215-245, set./dez. 2001.

ZAVATIERI, Ieda Maria. *Corporate financial distress*: Contribuições da Contabilidade para a Sustentabilidade Corporativa no Brasil. Revista ADMPG, v. 11, p. 1-15, 2021.