

ISSN 1022-4057

Português

English

Español



ECONOMIC ANALYSIS OF LAW REVIEW

abde
Associação Brasileira
de Direito e Economia

 Universidade
Católica de Brasília


EDITORA
universa

www.ealr.com.br

Economic Analysis of Law Review

Lei de Recuperação de Empresas: Uma Análise Econômica Baseada em Eficiência Econômica, Preferências e Estratégias Falimentares

Milton Barossi Filho¹

Departamento de Economia, FEA-RP/USP

RESUMO

A literatura recente fundamentada no estudo analítico dos efeitos da nova lei de recuperação de empresas tem se mostrado extensa, refletindo a relevância do tema. Uma análise econômica da normativa falimentar é uma questão em aberto, merecedora de atenção, principalmente por parte dos economistas. Nesse sentido, este artigo é uma tentativa de preencher lacunas principalmente no que se refere à interpretação da nova lei à luz dos conceitos de eficiência econômica, preferências e estratégias de agentes econômicos. A esse respeito conclui-se que não se pode garantir a eficiência da decisão de recuperação, pois a propensão à falência, como estratégia ótima dos credores, é mais provável do que o contrário. A confirmação das previsões do modelo teórico-analítico aguarda o julgamento do tempo.

Palavras-chave: Falência; Lei nº 11.101/05; Eficiência; Preferências; Estratégias.

JEL: K22, K29.

ABSTRACT

Recently, literature concerning the effects of new Brazilian bankruptcy law on corporations is quite extensive, reflecting the relevance of this issue. However an economic analysis of this federal legal procedure is still an open question, deserving attention mostly from the economists. In this sense, this paper aims to fulfill this branch, mainly on raising some interpretative issues based on the economic concept of efficiency, preferences and strategies. Regarding this approach we conclude it is not possible to guarantee firm's reorganization is an efficient decision, because propensity for failing as creditors' optimal strategy is a more likely outcome. Undoubtedly, in order to verify these forecasts, we still need to rely on future empirical research.

Key words: Bankruptcy; Law 11.101/05; Efficiency; Preferences; Strategies.

R: 8/9/10 **A:** 9/3/11 **P:** 5/7/11

¹ E-mail: mbarossi@usp.br O autor agradece os comentários e sugestões dos pareceristas, que permanecem isentos em relação à responsabilidade pelo texto.

1. Introdução

A literatura recente fundamentada na análise dos efeitos da nova lei de recuperação de empresas é extensa, refletindo a relevância do tema. No entanto, podemos afirmar essa análise ainda não foi exaurida, circunscrevendo-se majoritariamente ao campo do Direito². Uma análise econômica da normativa falimentar é uma questão em aberto e merecedora de atenção principalmente por parte dos economistas. Nesse sentido, este artigo tenta preencher lacunas, principalmente no que se refere à interpretação da nova lei à luz dos conceitos de eficiência econômica, preferências e estratégias de agentes econômicos.

Do ponto de vista metodológico, a fundamentação econômica está baseada em arcabouços teóricos materializados em modelos, que se reportam com grande frequência à hipótese de racionalidade dos agentes econômicos. Cientes das críticas a que esse referencial teórico está sujeito, os economistas aguardam a finalização do debate entre as escolas de Chicago e a Comportamental. Uma vez concluído em contrário definitivo à hipótese da racionalidade econômica, deve prover uma estrutura analítica alternativa capaz de aninhar o avanço do pensamento econômico do Direito. Portanto, verificar incentivos que emanam da nova lei e os respectivos impactos sobre a eficiência econômica respondem, ainda que sob acirrada discussão, ao construto da racionalidade neste artigo. Ainda, em termos da disciplina *Law & Economics*, trata-se de um procedimento metodológico a que esta se ajusta.

Dentre os vários aspectos da lei a serem abordados, destacam-se interações específicas entre credores e devedores durante as recuperações judiciais e o papel do plano econômico-financeiro como elemento-chave à continuidade do negócio empresarial em esgotamento financeiro temporário e recuperável. Concentramo-nos especificamente em verificar possibilidades de comportamentos oportunistas, geração de externalidades negativas e de custos de transação provenientes de ineficiências econômicas, preferências heterogêneas e constituição de estratégias falimentares por parte dos credores. Embora este seja apenas um exercício analítico teórico, a confirmação das conclusões obtidas aguarda um teste empírico efetivo.

A Lei nº 11.101/05 está fundamentada no princípio da superação da situação de crise econômico-financeira do devedor. Em linhas gerais, a interpretação jurídica mais comum na literatura dá prioridade à recuperação em detrimento de princípios outros, como eficiência econômica do negócio, por exemplo. Embora reconhecendo críticas dessa natureza na lei, Lucca & Simão-Filho (2005: 23) afirmam:

[...] que 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.

Essa afirmação evidencia uma posição favorável à recuperação além de princípios outros. O autor demonstra, ainda, uma sensibilidade aguçada quanto ao papel do juiz em ratificar a concessão da recuperação judicial por meio do *cram down*, invocando, para tanto, o princípio da razoabilidade na interpretação do resultado da assembleia geral de credores.

² Sztajn (2005) e Barossi-Filho (2005) analisaram o problema abordado neste artigo, do ponto de vista do *Law & Economics*.

Seguindo Lucca & Simão-Filho (2005) e outros exemplos na literatura jurídica, como Coelho (2005), Sousa (2005) e Lucca (2005), uma disposição prévia em prover o direito à recuperação em detrimento de uma análise econômico-financeira profunda da viabilidade do negócio em esgotamento financeiro é evidente. Nesse sentido, o princípio da recuperação emerge como prioridade, mesmo em relação ao princípio econômico da eficiência. Embora, o conceito econômico de eficiência seja alvo de críticas no mundo jurídico fundamentado, segundo Sztajn (2005), na premissa de que os indivíduos ao decidirem sobre suas condutas, quase nunca utilizam o critério de custo-benefício, evidente equívoco seria generalizar esse tipo de conclusão para qualquer negócio, principalmente aqueles em que resultados econômicos sejam metas a serem atingidas.

De acordo com Sztajn (2005), a empresa vista como atividade econômica, tem por objetivo a criação de riqueza. Logo, em não cumprindo com esse objetivo, as opções de falência, reorganização ou recuperação, quando assentadas em princípios econômicos, são alternativas adequadas a fornecer incentivos à sua continuidade. Portanto, fornecer incentivos a recuperar uma empresa inviável ou mesmo incentivar uma empresa economicamente viável a falir³ são dois dos comportamentos mais evidentes em termos de ineficiência econômica, que podem estar presentes na lei.

Barossi-Filho (2005) analisa quatro aspectos da lei de recuperação de empresas: a composição das assembleias de credores, a validade da hipótese de preferências homogêneas, os critérios de deliberação e o papel econômico do plano de recuperação. Porém, as conclusões obtidas pelo autor estão fundamentadas na aplicação da teoria dos jogos, apenas.

Expandindo as conclusões obtidas por Barossi-Filho (2005), incluímos, nesse artigo, duas novas dimensões: a capacidade da lei em prover elementos prospectivos à validade da hipótese de eficiência econômica das decisões da assembleia geral de credores e o papel do plano de recuperação como um mecanismo de completude contratual na situação de esgotamento financeiro da empresa.

A visão da assembleia geral de acionistas como mecanismo que completa o contrato da sociedade anônima é creditada a Sztajn & Verçosa (2003). Hipoteticamente, levantamos a possibilidade de que uma recuperação judicial poderia ser um artefato similar, cotejado em lei, e de solução sinônima ao previsto na Lei nº 6.404/76, exceto a figura objetiva do plano de recuperação como desenho de mecanismo apropriado a atingir o objetivo previsto.

Sendo assim, partimos da ideia difundida em Sztajn & Verçosa (2003), recuperando o conceito econômico de contrato completo aplicando-o ao instituto da recuperação das empresas em esgotamento financeiro. Demonstra-se, em seguida, que o plano de recuperação é a política legal a prover completude ao contrato, quando este se manifesta incompleto na situação de esgotamento da empresa. No entanto, a eficácia desse artefato, na forma como descrito na lei, é colocada em questão por argumentos econômicos neste artigo.

Acrescenta-se a essa perspectiva elementos determinantes à constituição de estratégias falimentares eficazes, deixando pouco ou quase nada a ser feito pelo devedor, mesmo que amparado pela lei. Preferências heterogêneas, não exclusividade mútua, estratégias decisórias gerais ineficientes da assembleia geral de credores e, por fim, a possibilidade de formação de estratégias dominantes individuais são os principais, dentre outros.

Seguindo os passos do raciocínio acima, este artigo está organizado em três seções, além da introdução. Na seção II, abordamos o problema da falência no Brasil, comparando-o com a solução norte-americana delineada no *Chapter 11* da referida legislação falimentar de forma bem geral. Em seguida, na seção III, contrapomos o texto legal aos princípios econômicos. Por fim, uma seção conclusiva encerra o artigo.

³ A esse respeito ver Silva (2009).

2. Falência e recuperação de empresas em esgotamento financeiro: o problema e a solução legal comparativa

Em uma perspectiva econômico-financeira geral, o esgotamento financeiro é solucionado pela descontinuidade ou extinção do negócio. No entanto, o esgotamento financeiro não é um evento generalizável, pois é possível que a situação seja transitória, reveladora da necessidade de um fôlego financeiro à continuidade do negócio. Por outro lado, existem situações em que o desfecho não deveria ser outro senão a falência. Nesse sentido e, de acordo com o previsto no *Chapter 11* da lei de falências norte-americana, é possível instituímos, legalmente, procedimentos que permitam aos devedores delegarem seus problemas financeiros ao controle judicial⁴. Isto é, às grandes empresas que recorrem a esse instituto legal é garantida a possibilidade de se reorganizarem, permanecendo no negócio a fim de obterem os meios que viabilizem a realização de resultados para saldar os débitos.

Influenciado pelo espírito da lei norte-americana, o legislador brasileiro oferece alternativa similar às empresas privadas⁵ brasileiras em esgotamento financeiro transitório. No entanto, algumas variações presentes na legislação local são destacáveis, principalmente por levantarem dúvidas quanto à eficiência do procedimento legal. A previsão em lei da constituição de uma assembleia geral de credores, embora de acordo à lei norte-americana, difere desta no caso brasileiro por regras específicas de composição e votação das assembleias gerais, segmentadas em classes de credores. O plano econômico de recuperação desempenha, na legislação brasileira, o mesmo papel na *US Bankruptcy Law*, embora observações críticas sejam apropriadas aos dois casos, no que se refere às simetrias e ao *disclosure* apropriados de informações que demandam.

Legalmente, o juiz brasileiro desempenha um papel mais ativo em relação ao juiz norte-americano. No parágrafo primeiro do artigo 58 da Lei nº 11.101/05 encontra-se o delineamento disciplinador do mecanismo de superação, por parte do juiz, do veto ao plano de recuperação judicial apresentado em uma determinada classe de credores. Assim, é possível, com amparo legal, impor, de forma extraordinária, a aprovação do plano de recuperação econômica, na conhecida forma do *cram down*⁶. Comparativamente e, segundo Lucca & Simão-Filho (2005), a legislação norte-americana protege o credor dentro de sua própria classe para que não haja discriminação⁷ e, também o protege, de forma específica, em confronto com classes mais garantidas⁸.

Por outro lado, segundo Munhoz (2007), o *cram down* da legislação brasileira, ao limitar os poderes do juiz, adota um critério de superação do veto em classes de credores, contabilizando voto e acrescentando-se apenas exigências de tratamento uniforme nas relações horizontais da classe que rejeitou o plano. Sendo assim, afasta-se dos princípios de legislações outras, em que predominam conceitos e ideias que facilitam a boa intervenção do juiz na superação do veto.

Não estão previstas nas legislações brasileira e norte-americana penalidades a movimentos prévios aos pedidos de recuperação econômica judicial. Isto é, percebemos claramente, na lei brasileira, que não há menções explícitas quanto a punições em caso de fusões, incorporações, divisões de capital da empresa e *impairment* em momentos anteriores à solicitação de recuperação. Ademais, os recentes ajustes ensejados pelas adoções dos princípios contábeis difundidos pelo

⁴ De acordo com o *US Bankruptcy Law*.

⁵ Exceto empresas públicas e de economia mista e instituições financeiras e afins.

⁶ Forçar uma decisão, a despeito da decisão dos credores.

⁷ *Unfair discrimination*.

⁸ *Fairness and equitability principles*.

International Financial Reporting Standards – IFRS, não previstos na Lei nº 11.101/05 por intempestividade, podem exigir regulamentação específica, principalmente quanto aos limites prévios e aceitáveis de *impairment* de ativos. Fusões, incorporações e baixas de ativos são eventos que modificam o valor da empresa, antes de uma possível recuperação e, podem provocar alterações nos valores dos ativos totais dados em garantias reais.

O plano econômico-financeiro apresentado pela empresa solicitante do benefício da recuperação está previsto na Lei nº 11.101/05, nos artigos 53 e 54. Em se tratando de um plano de intenções com especificações concretas que fundamentam uma decisão em assembleia geral de credores assume do ponto de vista econômico, a característica de um mecanismo contratual concreto. Além disso, ao pretender ratificar uma decisão de continuidade do negócio, ele incorpora a função de apoiar a negociação e completude do contrato da firma. De forma similar podemos afirmar em relação à legislação falimentar norte-americana, pois o referido plano tem a pretensão de desempenhar o mesmo papel como imaginou o legislador brasileiro.

Portanto, embora similares⁹, as legislações falimentares do Brasil e dos Estados Unidos mostram-se distintas em alguns pontos fundamentais. Destacam-se, objetivamente aos propósitos desse artigo: a constituição das classes de credores e os critérios de maioria a que a lei se refere; o papel do juiz e os limites aos poderes do juiz na superação do veto; e, principalmente, os aspectos financeiros e contábeis que ambas as legislações não conseguem prever. Sendo assim, enquanto contrato social, a legislação falimentar é de execução contínua e diferida, o que demanda mecanismos de completude ao longo de sua vigência.

3. Análise econômica dos aspectos levantados na Lei nº 11.101/05

De acordo com Sztajn & Verçosa (2003), a assembleia geral de acionistas, prevista na Lei nº 6.404/76 é interpretada como um mecanismo que completa o contrato da sociedade anônima. De maneira comparada e hipotética, podemos transportar o mesmo espírito da Lei nº 6.404/76 quando da instituição da assembleia geral de credores pela Lei nº 11.101/05. Embora não seja o caso de interpretarmos o objetivo do legislador ao escrever a lei sem ressalvas, existe a possibilidade de que uma recuperação judicial possa ser um artefato sinônimo ao previsto na Lei nº 6.404/76, exceto a figura objetiva do plano de recuperação.

Baseado na visão contratual, o contrato de sociedade é executado de forma continuada e de longa duração, pois é um empreendimento empresarial típico e decorre do objetivo redutor de custos de transação¹⁰. Dessa forma, o contrato da sociedade por ações deixa espaço à interpretação econômica de que sua continuidade envolve custos de transação, assimetrias de informação e desenhos de contratos incompletos. De acordo com Salanié (1999), a renegociação de contratos permite que as partes envolvidas voltem a discutir soluções a contingências não previstas, mostrando-se um artifício socialmente útil a encontrar um novo equilíbrio contratual. É nesse sentido que Sztajn & Verçosa (2003) destacam o papel da assembleia geral de acionistas em sociedades anônimas.

Com o objetivo de interpretar a assembleia geral de credores, como proposta na Lei nº 11.101/05, deve-se verificar se as mesmas condições permanecem. As empresas objeto da legislação falimentar brasileira representam situações de incompletude, pois são também contratos de sociedades de execução continuada e diferida, e o esgotamento financeiro pode ser uma alternativa

⁹ As similaridades discutidas no texto estão fundamentadas apenas em pontos específicos que apoiam a análise econômica da lei que o mesmo se propõe. Há consciência plena que os itens aqui discutidos não esgotam a comparação das duas legislações.

¹⁰ Ver Sztajn & Verçosa (2003) e Coase (1937).

levantada de difícil previsão, o que impossibilita a atribuição de probabilidades objetivas ao evento. Assim, o pedido de recuperação econômica ratificado pela aprovação de um plano em assembleia geral de credores poderia ajustar-se a uma situação de ótimo¹¹.

Contudo, não podemos esquecer que a assembleia geral de acionistas é um mecanismo fundamentado em dois outros princípios: homogeneidade de preferências e decisão por maioria dos votos. Parece não ser esse o caso da assembleia geral de credores, pois concentra interesses heterogêneos distantes do princípio de busca do bem comum da sociedade anônima, que norteia o comportamento dos acionistas. Logo, pretender completar o contrato da firma¹², quando do esgotamento financeiro, com base em um mecanismo dissipador de objetivos permite um equilíbrio socialmente ineficiente deste.

O plano econômico-financeiro apresentado pela empresa solicitante do benefício da recuperação está previsto na Lei nº 11.101/05, nos artigos 53 e 54, e pode ser interpretado como um plano de intenções com especificações, assumindo a característica de um mecanismo contratual concreto. Face às especificações do plano de recuperação contidas nos incisos I, II e III do artigo 53 da Lei nº 11.101/05, conclui-se que este deve ser detalhado, demonstrando viabilidade econômica e, acompanhado de um laudo econômico-financeiro.

À luz das contribuições da Teoria de Finanças, traduzimos plano de recuperação por projeto de recuperação financeira, o que demanda uma peça analítica técnica baseada no conceito de fluxos de caixa livres da empresa¹³. Embora esse aspecto possa ser contemplado pelo requisito explícito no inciso II do artigo 53 da lei, não se verifica nenhuma alusão aos riscos implícitos às previsões ali contidas. Torna-se difícil convencer investidores, quando eles desconhecem riscos potenciais do negócio em recuperação¹⁴, o que, certamente, facilita comportamentos do tipo seleção adversa. Além disso, o plano de recuperação não requer, legalmente, um fato novo, garantindo à empresa o sucesso em sua empreitada de recuperação.

Estrategicamente, o prazo de 60 (sessenta) dias para apresentação do plano de recuperação, por parte do devedor, é outro elemento que pode proporcionar estabilidade aos credores. Na verdade, é possível que proporcione a constituição de estratégias defensivas dominantes entre credores, que defendam a descontinuidade do negócio. A eficiência econômica do plano de recuperação está em prover informações exatas com a maior antecedência possível aos credores, liberando conjuntamente os riscos envolvidos nos novos fluxos de caixa, principalmente os de receitas.

Partindo-se do pressuposto de que assimetrias de informação envolvidas na liberação das informações contidas nos planos de recuperação econômica estejam completamente dirimidas, restariam outros aspectos de natureza microeconômica, cuja não observância pode conduzir a lei à ineficácia. Referência é feita particularmente ao artigo 41 da Lei nº 11.101/05, isto é, a razão de proporcionalidade dos votos dos credores nas deliberações e no desenho da assembleia geral de credores.

Recuperando a redação dos primeiro e segundo parágrafos do artigo 41, nota-se que “*Os titulares de créditos derivados da legislação do trabalho votam com a classe prevista no inciso I do caput deste artigo com o total de seu crédito, independentemente do valor*” e “*Os titulares de créditos com*

¹¹ Para uma discussão mais detalhada acerca das condições de ótimo, ver Salanié (1999).

¹² Coase (1937) e Williamson (1989) discutem de forma mais detalhada o conceito de completude do contrato da firma.

¹³ Quanto ao papel de um projeto de investimento para recuperação financeira de empresas e ao conceito de fluxos de caixa livres, ver Ross et al (2008) e Sharpe et al (1999).

¹⁴ Principalmente, quando envolver novos empréstimos, financiamentos ou aportes de capital, via novas emissões de ações.

garantia real votam com a classe prevista no inciso II do caput deste artigo até o limite do valor do bem gravado e com a classe prevista no inciso III do caput deste artigo pelo restante do valor de seu crédito.” O texto da lei deixa claro que a razão de proporção entre classe de credores é diferenciada, produzindo intersecções evidentes entre e dentre objetivos das classes II e III de credores, havendo estruturas de preferências que são projetadas em mais de uma classe de decisão.

Nesse ponto, a teoria microeconômica é clara, pois as escolhas das classes de credores II e III não podem ser independentes, porque a probabilidade condicional da decisão da terceira classe, dada a decisão da segunda classe não é nula. Portanto, a dependência e a falta de exclusividade mútua das decisões abrem a possibilidade da formação de estratégias comportamentais capazes de produzir resultados dominantes. De acordo com Kreps (1990) esta é uma situação em que o resultado da assembleia geral produz um *outcome* fracamente dominante¹⁵, no mínimo.

Portanto, habilitar os credores a decidirem quanto à concessão do benefício da recuperação econômica à empresa em esgotamento financeiro é um desenho de mecanismo eficiente se, e somente se, as suas preferências forem homogêneas e mutuamente excludentes. Ou seja, as preferências dentro das classes de credores devem ser homogêneas e heterogêneas entre as classes de credores. Além disso, a superposição de preferências ou de interesses entre classes deve ser excludente, manifestando-se uma situação em que essa intersecção é nula.

Do ponto de vista da metodologia da análise econômica do direito, esses atributos são praticamente impossíveis de serem atingidos no atual desenho de decisões previsto em lei. Isto é, o modelo analítico racional ao ser confrontado com as possibilidades de heterogeneidades e não exclusão de preferências gera estratégias alternativas de condução do processo decisório que inviabilizam um resultado eficiente do ponto de vista econômico.

Acrescenta-se a isso alguns fatores que potencializam resultados adversos, como por exemplo, a estrutura decisória sequencial da assembleia geral de credores, prevista em lei, em contraste a uma alternativa simultânea. Há evidente garantia legal de sobreposição de interesses individuais, principalmente credores, que se projetam em mais de uma assembleia. Havendo interesses comuns representados em mais de uma assembleia de credores associado a estratégias sequenciais, é possível que se estabeleçam estratégias decisórias dominantes, a despeito do que possa ocorrer na assembleia de credores da classe I.

Portanto, não se pode garantir a eficiência da decisão de recuperação e também não é possível prever que empresas insolventes sejam penalizadas, quando devem ser punidas e, nem que empresas em esgotamento financeiro momentâneo tenham o benefício da recuperação. A propensão à falência, como estratégia ótima dos credores, é mais provável do que o contrário.

Ao abordar os impactos estratégicos possíveis de fusões, incorporações e divisões de empresas, Barossi-Filho (2005) destaca que *outcomes* falimentares são estratégias dominantes entre credores, principalmente os mais qualificados. A Lei nº 11.101/05 não prevê sanções contra movimentos prévios dessa natureza e nem mesmo poupa credores e investidores de possíveis perdas de capital pela redução do valor da empresa, principalmente daquelas com ações negociadas em bolsas de valores.

O autor esboça duas situações analíticas a serem contrapostas: uma em que a empresa se desfaz de investimentos em coligadas ou do controle em controladas e arrecada recursos para cumprir compromissos com credores e, outra em que a empresa redistribui riscos pela reclassificação dos ativos originais por “venda” ou “incorporação” em controladas. Na primeira situação descreve um procedimento empresarial usual, no entanto, no segundo caso, é possível que a empresa

¹⁵ Os conceitos de *outcome* e estratégia fracamente dominante estão em Kreps (1990).

solicitante da recuperação judicial permaneça com o imobilizado repleto de itens com classificação de risco muito elevada e, redistribua o imobilizado de melhor qualidade em outra empresa. A estratégia dominante por parte dos credores é a falência, pois poucas garantias reais restam para cobrir dívidas já reconhecidas.

O reconhecimento de prejuízos nos valores imobilizados pelas empresas, como previsto pelas normas contábeis do *IFRS* pode suscitar matéria a ser regulada em lei, principalmente quando este ocorrer em período anterior ao pedido de recuperação judicial. Atendidos os limites de baixa contábil dos valores, o *impairment* provoca desvalorização das garantias reais já depositadas junto a credores, diminuindo a força de alguns credores especiais na assembleia geral de credores. Não obstante seja essa uma observação de caráter legal preventivo, percebe-se que o *disclosure* prévio do reconhecimento de prejuízos e outras informações financeiras são informações relevantes passíveis de penalidades quando da solicitação de recuperação judicial.

Portanto, sendo a Lei nº 11.101/05 um contrato¹⁶, pode-se concluir que sua análise econômica, independente do referencial teórico, fornece elementos suficientes a mostrar possíveis ineficiências que ameaçam sua completude. Assim, revisões e emendas à lei original desempenham papel similar ao de uma assembleia geral de acionistas em uma sociedade anônima. A eficiência social da Lei nº 11.101/05 demanda revisões em que observações analíticas de natureza econômica têm apenas a contribuir.

4. Conclusões

Efetivamente, as consequências da Lei nº 11.101/05 ainda estão por se manifestar. No entanto, não são muitos os temas com capacidade de provocar a disseminação de uma literatura analítica tão vasta e em tão pouco tempo, quanto a falência de empresas privadas. Trata-se de um tema que envolve aspectos jurídicos, econômicos, financeiros e contábeis. Portanto não é de se surpreender que opiniões distintas surjam.

Dentre as possíveis interações do Direito com quaisquer das áreas supracitadas, destaca-se a Economia. Ainda, dentre as várias metodologias possíveis de aplicação à análise desse tipo de problema chamamos a atenção para a contraposição das afirmações legais a princípios de eficiência econômica. Evidenciam-se críticas a essa abordagem por descrença dos juristas na capacidade individual em tomar decisões com base em princípios de custo-benefício. Por outro lado, os economistas desconfiam de opiniões e afirmações que desconsideram de forma intencional qualquer alusão a princípios dessa natureza.

O meio termo entre essas posições desenha-se em um estado de equilíbrio entre as duas áreas do conhecimento em que é possível que percebam os limites de aceitação de conceitos que nos levem a uma alternativa superior. Sendo assim, ao verificarmos pontos de discordância entre ambos, não há a necessidade de renúncia total das duas partes para se estabelecer um acordo ou algo melhor, mas sim possíveis correções de rota, como a oferta de um mecanismo eficiente de cooperação.

Da mesma forma que nos referimos à assembleia geral extraordinária de acionistas como um mecanismo que completa o contrato social da empresa, obtém-se o mesmo tipo de interpretação para chamar a atenção ao papel que deve ser desempenhado pela assembleia geral de credores na completude do contrato social da empresa, quando esta se encontra em uma situação de esgotamento financeiro. Prudente o uso de um mecanismo de sucesso em uma lei para atuar de forma similar em

¹⁶ A afirmação “contrato social” e referente à Lei 11.101/05 não se reveste do mesmo significado que contrato social da sociedade anônima. Nesse caso, trata-se, enfim, de um contrato social no sentido original e filosófico do termo.

outra, no entanto não é possível fazê-lo, sem antes ajustarmos o procedimento à realidade tratada pela Lei nº 11.101/05.

Referem-se a esse ponto: a segmentação da assembleia geral de credores em classes com preferências heterogêneas entre e dentre credores; a regra de voto por maioria quantitativa em uma classe e, por maioria quantitativa e qualitativa nas outras duas classes; o papel esperado de um plano de recuperação econômica com baixo grau de *disclosure*; e assimetria de informações; a hipótese do juiz exercer a prerrogativa do *cram down* e a não previsão de penalidades em lei para comportamentos adversos que possam anteceder o pedido de recuperação judicial.

No vácuo de um mecanismo de completude do contrato social da empresa, surgem estratégias de credores capazes de impor *outcomes* ótimos na forma de estratégias sociais ótimas e dominantes. Ao ratificar procedimentos como esses, a lei perde não apenas eficiência, mas evidentemente, eficácia, recuperando a falsa empresa recuperável e falindo a falsa empresa falível.

Ao permitir a segmentação da assembleia geral de credores em classes heterogêneas dentre e entre, o legislador abriu caminho à formação de estratégias dominantes ou de subjugos perfeitos¹⁷ em que a prevalência das preferências da minoria seja a regra. A regra de votação por maioria quantitativa na classe I e por maioria quantitativa e qualitativa nas classes II e III ratifica a projeção de resultados de uma classe sobre a outra, principalmente em uma situação em que as decisões das classes de credores são sequenciais. Uma possível solução ao problema é permitir heterogeneidades apenas entre classes com a substituição da regra de voto pela maioria quantitativa em todas as classes e, credores tomando decisões em assembleias que ocorram simultaneamente.

É evidente que a obrigação colocada ao devedor de apresentar um plano de recuperação econômica pode ser um procedimento vazio se a informação contida neste não for suficientemente *disclosed* ou contiver assimetrias de informações não informativas a ponto dos credores se comportarem de forma adversa à seleção da opção de recuperar a empresa em processo de recuperação, falindo-a. Impor um subcontrato como mecanismo de completude do contrato social da empresa é uma prerrogativa relevante, desde que as condições esperadas de um verdadeiro plano de investimentos estejam atendidas. Assim, o subcontrato completa-se e provê completude ao contrato da firma.

Por fim, como a lei não prevê penalidades para comportamentos adversos que possam anteceder o pedido de recuperação judicial, deixa espaço para reorganizações privadas que tenham por objetivo poupar ativos mais eficientes levando à recuperação apenas os ativos mais desvalorizados. Definitivamente, conceitos econômicos como eficiência, heterogeneidade de preferências, assimetria de informações, seleção adversa e estratégias são fundamentais à contraposição entre o quê a lei pretende alcançar contra os fatos realmente alcançados no seu exercício legal em situações de falência ou recuperação judicial.

Referências

- Baird, D. G. & Picker, R. C. (1991). **A simple noncooperative bargaining model of corporate reorganization.** *Journal of Legal Studies*. Vol. 20, pp. 311-349.
- Baird, D. G., Gertner, R. H. & Picker, R. C. (1994). *Game Theory and the Law*. Cambridge: Harvard University Press.

¹⁷ O conceito de subjugos perfeitos pode ser encontrado em Kreps et al (1982) e Rubinstein (1982).

- Barossi-Filho, M. (2005). **As assembleias de credores e plano de recuperação de empresas: uma visão em teoria dos jogos**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 137, pp. 233-238.
- Brasil, República Federativa. **Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Acesso online em 20 de janeiro, 2006, em http://www.planalto.gov.br/ccivil/_ato2004-2006/2005/lei/L11101.htm.
- Coase, R. (1937). **The nature of the firm**. *Economica*. Vol. 4(16), pp. 386-405.
- Coelho, F. U. (2005). **Comentários à nova lei de recuperação de empresas**. São Paulo: Saraiva.
- De Sousa, M. A. de (2005). **Comentários aos artigos 157 ao 167**. In: *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falência*. De Lucca, N. & Simão-Filho, A. (coords.). *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falência*. São Paulo: Quartier Latin.
- Fudenberg, D. & Tirole, J. (1991). **Game Theory**. Cambridge: MIT Press.
- Hart, O. & Moore, J. (1988). **Incomplete contracts and renegotiation**. *Econometrica*. Vol. 56 (4), pp. 755-785.
- Hart, O. & Tirole, J. (1988). **Contract renegotiation and Coasian dynamics**. *Review of Economic Studies*. Vol. 55, pp. 509-540.
- Hart, O. (1988). **Incomplete contracts and the theory of the firm**. *Journal of Law, Economics and Organization*. Vol. 04 (1), pp. 119-139.
- Kreps, D. M. (1990). **A Course in Microeconomic Theory**. Princeton: Princeton University Press.
- Kreps, D. M., Milgrom, J. R. & Wilson, R. (1982). **Rational cooperation in a finitely repeated prisoner's dilemma**. *Journal of Economic Theory*. Vol. 27, pp. 245-252.
- Lucca, N. De & Simão-Filho, A. (2005). **Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falências**. São Paulo: Quatier Latin.
- Munhoz, E. S. (2007). **Do procedimento de recuperação judicial**. In: Francisco Satiro de Souza Junior; Antonio Sérgio A. de Moraes Pitombo. (Org.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, pp. 270-319.
- Nash, J. (1950). **The bargaining problem**. *Econometrica*. Vol. 18, pp. 155-162.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J. (2006). **Corporate Finance**. 8ª edição. New York: McGraw-Hill.
- Rubinstein, A. (1982). **Perfect equilibrium in a bargaining model**. *Econometrica*. Vol. 50, pp. 97-109.
- Salanié, B. (1999). **The economics of contracts**. Cambridge: MIT Press.
- Sharpe, W. F., Alexander, G.J. & Bailey, J.V. (1999). **Investments**. 6ª edição. New Jersey: Prentice Hall.
- Silva, F. C. N. M. da (2009). **Incentivos à decisão de recuperação da empresa em crise: análise à luz da teoria dos jogos**. *Dissertação de Mestrado*. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.
- Silva, F.C.N.M (2009). **Incentivos à decisão de recuperação da empresa em crise: análise à luz da teoria dos jogos**. *Dissertação de Mestrado*. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.
- Sztajn, R. & Verçosa, H.M.D. (2003). **A incompletude do contrato de sociedade**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 131, pp. 7-20.

- Sztajn, R. (2005). **Law and Economics**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 137, pp. 227-232.
- Sztajn, R. (2005). **Notas sobre as assembleias de credores na lei de recuperação de empresas**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 138, pp. 53-70.
- Ulen, T. S. (1994). **Rational choice and the economic analysis of Law**. *Law & Soc. Inquiry*. Vol. 19, pp. 487-522.
- Williamson, O. (1989). **Transaction costs economics**. *Handbook of Industrial Economics*. Vol. 1. Amsterdam: New Holland.