

EFICIÊNCIA E RECUPERAÇÃO JUDICIAL DE EMPRESAS ¹

DANIEL MOREIRA DO PATROCÍNIO ²

Advogado em Minas Gerais; Doutor em Direito Privado pela PUC Minas;

Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade Milton Campos;

Professor Universitário.

RESUMO: Neste artigo, concluiu-se que um processo de recuperação judicial de empresas eficiente deve: a) Viabilizar a livre negociação entre credores e o devedor; b) Estancar a dissipação de valor da organização empresarial, e; c) Coordenar a atuação dos agentes econômicos, antes do início da crise econômico-financeira.

PALAVRAS-CHAVE: Recuperação judicial de empresas – Direito e Economia.

1 Introdução

Com o advento da Lei n. 11.101/2005 (Lei de Recuperação de Empresas e Falência – LREF), questiona-se a forma pela qual as decisões judiciais proferidas em processos de recuperação de empresas podem interferir na alocação ótima dos fatores de produção da organização empresarial em crise econômico-financeira. O enfrentamento do problema pressupõe, primeiramente, sejam definidos os objetivos e características de um processo recuperatório eficiente, sob o ponto de vista econômico. Este é o objetivo do presente artigo.

A conclusão alcançada decorre da seguinte premissa: o Judiciário, por não dispor de incentivos ou instrumentos adequados, não possui capacidade superior a dos credores para tomar a melhor decisão, de acordo com a eficiência econômica, quanto à viabilidade ou sobrevivência de uma empresa em crise econômico-financeira. Desta forma, o Estado não deve pretender substituir o mercado, em face dos altos custos em que incorreria para identificar a melhor decisão. O papel do Judiciário deve ser o de afastar ou mitigar a falha de mercado que comprometa ou dificulte a

¹ Artigo publicado na Revista Magister Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor, v. 50, p. 5-20, 2013.

² Para comentários sobre o artigo: daniel@mpatrocinio.com.br.

real capacidade dos credores para decidir pelo prosseguimento da empresa em crise ou sua quebra.

O artigo dividiu-se em três partes. Na primeira, demonstrou-se a importância da superação da assimetria informacional relativa à situação econômico-financeira da empresa para que seja estabelecido um ambiente adequado para a instalação de uma livre negociação entre credores e o empresário. Na segunda parte, foram examinadas questões relacionadas à dissipação do valor econômico da empresa em crise durante o processo recuperatório e algumas medidas que podem contribuir para a maximização do valor da organização empresarial. Por fim, na terceira parte, evidenciou-se a relevância da legislação falimentar como instrumento de coordenação dos agentes econômicos, especialmente quando não há um cenário de instabilidade empresarial.

Finalmente, na conclusão, foram indicados três objetivos ou características de um processo de recuperação judicial de empresas eficiente.

2 Livre negociação entre credores e o empresário em recuperação judicial e a superação da assimetria informacional

O resultado ótimo sobre o destino da empresa em crise será alcançado mediante a livre negociação entre credores e o empresário devedor. Assim, as normas contidas na LREF devem facilitar esta interação, reduzindo os custos relacionados à coleta e divulgação de informações sobre a situação patrimonial do devedor.

A legislação recuperatória reconhece a legitimidade dos credores para decidir o destino da empresa em crise, na medida em que serão eles que suportarão, em grande parte, as externalidades decorrentes da reorganização empresarial.

As regras contidas na LREF devem inibir a ocultação de informações patrimoniais sobre a situação do empresário devedor e reduzir os custos de transação relacionados à negociação entre os credores.

A legislação recuperatória deve conter normas que resultem na diminuição dos custos de transação que existiriam nas negociações entre credores e o devedor, ou apenas entre aqueles. Desta forma, tornar-se-á menos custoso aferir a real capacidade de superação da crise. A suspensão das demandas judiciais promovidas em face do devedor (LREF, art. 6º) afastará a possibilidade de que alguns credores de uma mesma classe beneficiem-se em detrimento de outros. Assim, o deferimento do processamento da recuperação judicial deve ocasionar um congelamento das vantagens estratégicas que cada credor foi capaz de conquistar até aquele momento, a partir do qual o procedimento recuperatório deverá prosseguir de forma a reduzir os custos para obtenção de informações e negociação

entre as partes envolvidas. Supõe-se, assim, que os custos sociais correspondentes ao desperdício dos recursos investidos pelos credores, antes do deferimento do processamento da recuperação, serão menores do que o benefício que se pode alcançar com a possível superação da crise enfrentada pela empresa.

Para Kordana e Posner (1998) a legislação falimentar e de reorganização empresarial deve ser capaz de permitir que seja agregada a informação que os diversos agentes possuem acerca da saúde econômico-financeira da empresa, para que a melhor decisão seja tomada (quebra ou recuperação). No entanto, os autores destacam que a reunião destas informações e sua disseminação geram custos e dispêndio de tempo. Desta forma, o sistema ótimo deverá ser capaz de equilibrar os custos e os ganhos decorrentes deste procedimento de coleta e divulgação de informações. (KORDANA; POSNER, 1998).

Coelho (2005, p. 117) pondera que “se as estruturas do livre mercado” estão funcionando adequadamente, a superação da crise empresarial decorrerá da iniciativa de empreendedores ou investidores que naquela organização de fatores produtivos identificam um investimento atraente, seja o titular da empresa ou outro empreendedor. Pondera Coelho (2005, p. 117-118), por outro lado, que “quando as estruturas do sistema econômico não funcionam convenientemente, a solução de mercado simplesmente não ocorre”. Assim, nestes casos, para o referido autor, “o Estado deve intervir, por intermédio do Poder Judiciário, para zelar pelos vários interesses que gravitam em torno da empresa (dos empregados, consumidores, Fisco, comunidade etc.)” (COELHO, 2005, p. 118). A questão que se coloca, em razão das considerações tecidas pelo autor, consiste em saber quando se verificariam estas falhas de mercado que justificariam a intervenção estatal.

Ora, o Judiciário deve atuar quando for evidenciado que os participantes do processo desejam a satisfação de interesses próprios ou de terceiros que não correspondam à busca da melhor alocação para os fatores de produção que integram a empresa em crise. Se o credor não age, durante o processo de recuperação, com o objetivo de identificar a melhor forma de satisfação de seu crédito, é possível que a melhor decisão, do ponto de vista econômico, não seja tomada pela comunhão de credores.

Partindo-se da premissa de que os fatores de produção são escassos, patrimoniais e humanos, não será sempre adequado envidar esforços na manutenção de empresas em crise, conforme seu tipo de atividade, de acordo com seu estágio tecnológico, se confrontados com os de sua concorrência. É que o processo de recuperação judicial não deve ser utilizado como ferramenta de manipulação de decisões tomadas pelo mercado, quando se mostre necessário dele extirpar algum agente econômico. Ao contrário, a LREF deve existir para facilitar as negociações entre os participantes do mercado, prevenindo condutas exclusivamente oportunistas e contribuindo, principalmente, para a superação de assimetrias informacionais.

A simples convocação da massa de credores para, em conjunto, deliberar acerca da proposta apresentada pelo empresário em crise, por si só já resulta em relevante redução dos custos de transação, já que grande parte das informações acerca da situação patrimonial da organização empresarial será compartilhada. Com isso, o credor terá maiores informações para posicionar-se diante da proposta que lhe foi oferecida, pois lhe será assegurado o direito de saber como se pretende equacionar o passivo assumido perante outros fornecedores, empregados ou credores preferenciais do empresário em crise.

Interessante paradoxo resulta da completa inexistência de assimetria informacional. Esta situação obstaculizará a formação de alianças, conforme destacado por Baird e Rasmussen (2009). Na opinião destes autores, o juiz deve interpretar a legislação falimentar de forma que não seja criado um “núcleo vazio”. Afinal, um cenário de barganha totalmente simples e transparente, em alguns casos, pode não ser o suficiente. (BAIRD; RASMUSSEM, 2009). Isto porque sua simplicidade e transparência aumentam o risco de as partes não encontrarem condições para estabelecerem coalizões.

O Judiciário e o Direito Falimentar podem contribuir para a superação de obstáculos que impeçam os credores e o devedor de identificar a melhor solução, a mais eficiente sob o ponto de vista econômico, diante da crise empresarial. O processo de recuperação pode ser visto como forma de internalização das externalidades decorrentes da instabilidade econômico-financeira enfrentada pela empresa e como forma de superação da assimetria informacional sobre sua real capacidade de soerguimento.

Mitigar a assimetria informacional relativa à situação e o valor dos bens, direitos e obrigações do empresário em crise permite que as pessoas que com ele relacionaram-se sejam capazes de identificar a melhor solução para o enfrentamento da crise econômico-financeira da empresa. Assim, o Judiciário deve orientar suas decisões no sentido de obstar condutas empreendidas pelo devedor ou por seus credores que tenham por objetivo a ocultação destas informações.

A comunhão de credores é capaz de diluir entre seus integrantes os custos necessários à revelação das informações patrimoniais do empresário em crise, em conformidade com as regras já estabelecidas na LREF, relativas ao procedimento recuperatório, especialmente no que concerne à apreciação do PRJ. Além do mais, os credores possuem incentivos adequados para decidir, corretamente, acerca do destino da organização empresarial em crise. O Judiciário, no entanto, não possui os mesmos incentivos e assumiria altos custos para que pudesse obter estas informações, mostrando-se ineficientes as consequências do ativismo judicial.

O magistrado e mesmo o respectivo tribunal não possuem as informações necessárias para identificar a melhor forma de internalização das externalidades decorrentes da crise empresarial, motivo pelo qual a vontade manifestada pelos

credores, no que tange ao PRJ (LREF, arts. 45 e 58, § 1º), deve ser considerada soberana, salvo se comprovados o abuso de direito ou fraude à lei.

Quando o credor exerce o direito de voto com objetivo que não se alinhe com a intenção de melhor recebimento de seu crédito, na recuperação ou na falência, se age com a intenção de satisfazer interesses outros, próprios ou de terceiros, que não o de buscar a melhor forma e a melhor moeda para satisfação da obrigação inadimplida pelo empresário, é possível que esteja agindo de forma abusiva.

A razão econômica para justificar a abusividade, neste caso, decorre da distorção que a manifestação de voto pode ocasionar no destino da empresa em crise. O processo de recuperação tem por objetivo permitir que a solução eficiente relativa à alocação dos fatores de produção seja tomada, a partir da confrontação das informações públicas obtidas durante as negociações. Se a decisão tomada pelos credores não se fundamenta, essencialmente, na pretensão de melhor satisfação de seu crédito, inclusive sopesando os benefícios decorrentes da manutenção da atividade empresarial, será violado objetivo econômico da LREF.

Por outro lado, haverá fraude à lei, quando da manipulação dos quoruns estabelecidos em lei para a aprovação do PRJ, através da cessão de créditos entre pessoas que mantenham alguma relação jurídica de dependência, objetivando, apenas, somar um número maior de votos por cabeça, em favor de sua pretensão direcionada ao afastamento ou decretação da quebra.

No mesmo sentido, a cessão de créditos, após o ajuizamento do pedido de recuperação, em favor de pessoas que, direta ou indiretamente, figurem como coligadas, controladas ou controladoras da sociedade em recuperação, a fim de que sejam alcançados votos necessários à aprovação do PRJ, também poderá ser entendida como forma fraudulenta de manipulação dos quoruns estabelecidos na LREF.

Assim, a revelação de informações que comprovem que a motivação para o exercício do direito de voto não corresponde à maximização no recebimento do crédito, contribui para a eficiência do processo recuperatório. Afinal, a prática de atos que não tenham por objetivo a satisfação do crédito inadimplido, mas interesses outros, como concorrenciais, ocasionam desvio de finalidade do processo de recuperação, no que tange à identificação da melhor forma para reorganização dos fatores de produção.

Destarte, a exigência de motivação do voto geraria altíssimos custos transacionais, consistentes na sua apreciação pelo Judiciário e nas perdas decorrentes da demora na identificação da decisão a ser tomada sobre o destino da empresa. Desta forma, sob o aspecto econômico, a motivação legítima do voto deve consistir exclusiva ou essencialmente na busca da maximização do montante a ser recebido, na recuperação judicial ou na falência. Apenas quando revelado que o

interesse do credor é outro que não a satisfação de seu crédito, estará evidenciada a abusividade no exercício do direito.

3 Interrupção da perda do valor da organização empresarial

A eficiência de um processo recuperatório também está associada à forma pela qual seus custos (financeiros, reputacionais e de oportunidade) podem ser alocados entre os agentes econômicos que se relacionam com a organização empresarial em crise.

A função social da empresa não deve ser entendida como razão para que a recuperação judicial seja sempre concedida, mas sim como fundamento para que sejam sopesados os custos inerentes à concessão de uma segunda chance àquela organização empresarial e os decorrentes das perdas dos recursos que foram empregados na sua formação.

Partindo-se da premissa de que os fatores de produção são escassos, patrimoniais e humanos, não será sempre adequado envidar esforços na manutenção de empresas em crise, conforme seu tipo de atividade e de acordo com seu estágio tecnológico, se confrontados com os de sua concorrência.

A mitigação das obrigações trabalhistas do devedor empresário é admitida como forma de viabilizar a continuidade da empresa. Considera-se que os custos sociais decorrentes do desemprego seriam sempre maiores do que a relativização dos direitos trabalhistas.

A concessão da recuperação judicial resulta na alocação de perdas econômico-financeiras que serão suportadas pelo empresário e, necessariamente, por seus credores. O Judiciário não deve modificar a forma pela qual estas perdas são alocadas, pois não possui as informações necessárias para aferição do montante que cada parte pode suportar. O Judiciário não possui instrumentos que lhe permitam, a um custo razoável, identificar se os meios de produção pertencentes à recuperanda devem ser absorvidos por outros agentes econômicos ou se a organização já existente corresponde à melhor alternativa, a mais eficiente do ponto de vista econômico.

A maximização do valor da empresa em recuperação, importante objetivo a ser perseguido por aqueles que operam e participam do processo, exige que a solução da crise empresarial seja identificada com urgência. Do contrário, haverá dissipação do valor do estabelecimento e seu aviamento, em função do agravamento da instabilidade do feixe de relações jurídicas constituídas para o exercício da atividade negocial. Desta forma, o processo de recuperação deve ser célere. A indefinição quanto à decisão sobre a aprovação, rejeição ou modificação do PRJ resulta em aumento do custo reputacional, o qual será deduzido do valor da

empresa, enquanto organização econômica dinâmica, perda esta suportada por todos: empresário, credores e sociedade.

O *trespasse* e a alienação do poder de controle identificam-se como meio eficiente de superação da crise empresarial, mostrando-se a LREF suficientemente adequada para viabilizar estes negócios jurídicos, em face do afastamento da sucessão obrigacional, conforme mandamento inserido em norma (LREF, art. 60, parágrafo único) cuja constitucionalidade já foi confirmada pelo Supremo Tribunal Federal.

A forma como o custo financeiro para participar da recuperação é alocado entre os agentes econômicos e o Estado é extremamente relevante para o sucesso do processo judicial, pois estabelece incentivos visando uma conduta eficiente dos credores, na busca de informações sobre a melhor solução para o estado de crise econômico-financeira da empresa: reorganização ou falência.

A eficiência das regras contidas no processo de recuperação deve ser aferida em função de sua capacidade de maximização do valor apurado com a reorganização empresarial (eficiência *ex post*) e de acordo com a forma pela qual é modelada a conduta dos agentes econômicos, antes de iniciado o estado de crise econômico-financeira empresarial (eficiência *ex ante*).

Kordana e Posner (1998) ponderam que a justificativa padrão para a existência de um sistema falimentar relaciona-se à sua capacidade de maximizar o valor dos bens do devedor em caso de liquidação. Do contrário, os credores poderiam recorrer individualmente ao Judiciário, hipótese em que os bens do devedor seriam executados por partes, embora o valor patrimonial possa ser maximizado, caso ocorra uma venda contemplando todo o conjunto. Assim, “um sistema de reorganização empresarial ótimo”, na visão dos mencionados autores, “deve capturar o excedente decorrente do prosseguimento da atividade em crise, distribuindo o valor da empresa aos credores, em dinheiro, ou através de valores mobiliários”, sem, por outro lado, “aumentar a probabilidade de falência ou causando outras distorções *ex ante*”. (KORDANA; POSNER, 1998, p. 5, tradução nossa).³

Jackson (2001), por sua vez, afirma que uma questão crítica a ser respondida, quando do exame da legislação recuperatória, é determinar em que hipótese haverá um ganho social ao se optar pela recuperação à falência, sendo necessário considerar as dificuldades associadas aos procedimentos para a implementação da primeira, comparando-a com uma venda fictícia em favor de seus credores.

Questão interessante e que merece correta reflexão, ao decidir-se entre a recuperação empresarial e a decretação da quebra, consiste na especificidade dos fatores produtivos utilizados pelo empresário, característica que será extremamente

³ The optimal system of corporate reorganization captures the going concern surplus, if any, and distributes the firm's value to the creditors in the form of money or securities (without at the same time increasing the probability of bankruptcy or causing other *ex ante* distortions).

relevante para aferir-se a melhor opção. Afinal, é possível que a manutenção da organização empresarial ocasione menores custos sociais, em razão do pouco ou nenhum valor que seus fatores de produção terão em outras atividades ou para outros agentes econômicos. Sobre o tema, Williamson (1989), após estabelecer que a especificidade do ativo relaciona-se à sua capacidade de ser realocado em usos alternativos ou por outros usuários, sem que haja sacrifício de seu valor de produção, ensina que: (1) a especificidade de fatores de produção pode tomar várias formas, sendo a humana apenas uma delas; (2) ela não apenas gera complexas respostas *ex ante*, mas também complexas respostas *ex post*, relacionadas à estrutura de governança das organizações; (3) o estudo econômico das organizações em todas as suas formas – industrial, trabalho, comércio internacional, desenvolvimento econômico, organização familiar – torna-se matéria-prima para o estudo dos custos de transação. (WILLIAMSON, 1989).

Sem pretender a elaboração de um rol taxativo, Williamson (1989) sugere a existência de, pelo menos, cinco espécies distintas de especificidade dos fatores de produção. São elas: (1) especificidade quanto à localização, objetivando economizar os custos de armazenagem e transporte; (2) especificidade física necessária à produção de determinado bem; (3) humana, relacionada à especialização para execução de determinadas tarefas; (4) ativos específicos, em razão de investimentos realizados para atendimento de um determinado cliente; (5) e a marca empresarial. (WILLIAMSON, 1989).

Outro ponto que merece destaque refere-se à capacidade que as normas falimentares ou recuperacionais possuem para maximizar o valor da empresa como um negócio unitariamente considerado, sem, no entanto, permitir que este ganho seja apenas captado pelo devedor. Sobre a questão, Kordana e Posner (1998) defendem a autonomia privada dos credores e do empresário em crise, para estabelecerem as regras contratuais a serem observadas em caso de decretação da quebra. Desta maneira, maiores taxas de juros ou custos seriam estabelecidos em conformidade com a posição que o credor teria em caso de decretação da falência. Por outro lado, menores seriam os encargos eventualmente assumidos pelo empresário, no momento anterior ao processo falimentar, caso fossem concedidas ao outro contratante mais garantias de adimplemento. Assim, a legislação falimentar deveria observar e fazer cumprir os arranjos contratuais entabulados entre as partes.

Por outro lado, Kordana e Posner (1998) reconhecem que os dois principais objetivos da legislação falimentar – maximização *ex post* do valor da empresa e a observância dos negócios entabulados antes da quebra – costumam estar sempre em uma situação de tensão. Ora, se a lei pudesse facilmente maximizar o valor da empresa durante a falência, permitindo sua absorção apenas pelo devedor, os credores, antecipando esta situação, cobrariam altas taxas de juros e o custo do crédito não seria minimizado (KORDANA; POSNER, 1998). Desta forma, ponderam os autores que, se houvesse, na falência, observância completa dos negócios entabulados antes da quebra, seria impossível criar incentivos adequados para a maximização do valor da empresa. Outrossim, “já que muitos

eventos pós-falência não podem ser objeto de negociação, arranjos pré-falimentares serão incompletos e falharão em assegurar incentivos *ex ante* ótimos.” (KORDANA; POSNER, 1998, p. 6, tradução nossa).⁴

4 Coordenação dos agentes econômicos antes do estado de crise empresarial

O estabelecimento de regras claras acerca do direito dos credores nos processos recuperatório e falimentar contribui para estimular a atividade econômica no país, na medida em que os agentes podem, previamente, organizar seus negócios e melhor alocar seus esforços para a produção de bens e prestação de serviços, sopesando os riscos envolvidos.

Assim, a eficiência do processo de recuperação também pode ser aferida de acordo com a forma pela qual a legislação falimentar modela o comportamento dos credores e do devedor em crise, no momento da celebração de contratos ou durante a tramitação dos processos de recuperação ou de falência.

Os princípios contidos no artigo 47 da LREF devem orientar as decisões tomadas pelo magistrado que preside a reorganização judicial. No entanto, as decisões proferidas pelo Judiciário que relativizam as regras previstas na legislação de Direito Privado, apenas fundamentadas nestes princípios, incentivam os agentes econômicos a comportarem-se de forma ineficiente. O empresário não envidará o esforço ótimo para a superação da crise econômico-financeira e os credores não serão capazes de computar, de forma adequada, o risco de inadimplemento como custo de sua atividade negocial. Assim, as referidas decisões judiciais resultam em insegurança jurídica, aumentam os custos de transação e impedem a solução eficiente sobre o destino dos fatores de produção.

A teoria dos jogos aplicada à empresa em crise demonstra ser inexigível a cooperação entre os credores e entre estes e o devedor empresário, durante a tramitação do processo de recuperação, para que seja possível alcançar o resultado ótimo sobre o destino da organização empresarial. Ao contrário, é possível que a legítima disputa entre as partes envolvidas no pleito recuperatório viabilize a melhor solução, devendo o magistrado assegurar que as regras desta disputa, todas já previstas na legislação de direito privado, sejam efetivamente cumpridas.

O estabelecimento das regras relativas ao processo de recuperação e, por consequência, acerca da forma como as externalidades decorrentes da crise empresarial devem ser alocadas, constitui-se atribuição do Legislativo, não podendo o Judiciário modificá-las sem que seja demonstrada sua inconstitucionalidade.

⁴ In addition, because many postbankruptcy events are non-contractible, prebankruptcy arrangements will be incomplete and will fail to provide for optimal *ex ante* incentives.

Cuidando-se de exercício do direito político do credor durante a recuperação judicial, considera-se que não se pode invalidar o voto manifestado por um credor, contrário ao PRJ, sob a exclusiva alegação de que seria ele o único integrante de sua classe.

Pinheiro e Saddi (2005, p. 222), por sua vez, consideram, sob a ótica do Direito e Economia, que a legislação falimentar “visa muito mais criar os incentivos corretos e resolver ordenadamente os problemas de insucesso do que propriamente dar a cada um o que é seu”. Neste contexto, os mencionados autores colocam a seguinte questão: “como a Lei de Falências permite que, por um lado, o sistema econômico se livre de empresas ineficientes e, por outro, realoque os ativos produtivos aos credores e às empresas mais eficientes?” (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 222). Pois bem, para Pinheiro e Saddi (2005) a legislação falimentar contribui para a eficiência nas relações comerciais, ao reduzir os custos de transação, já que as partes que participam de alguma relação jurídico-processual dela decorrente não necessitarão negociar as consequências decorrentes de eventual inadimplemento negocial. Outra razão pela qual os autores consideram que a lei falimentar resulta em redução dos custos transacionais decorre do fato de que ela contribui para a resolução da ação coletiva dos credores do empresário, pois, afinal, extremamente custosa seria a obtenção de um acordo entre as partes interessadas na divisão patrimonial ou reorganização da empresa. (PINHEIRO; SADDI, 2005).

Vê-se que a superação da crise econômico-financeira depende da composição dos interesses de todos que se relacionam com o empresário, conforme adverte Pimenta:

A preservação da empresa, organização dos fatores produtivos para a produção ou distribuição de bens ou de serviços, está necessariamente vinculada, quando diante de uma crise econômico-financeira, aos incentivos que os fornecedores de cada um desses diversos fatores produtivos encontram na hora de fazerem suas escolhas. A empresa só existe se puder contar com capital, trabalho, matérias-primas e tecnologia e só haverá o suprimento desses insumos se os seus provedores se encontrarem economicamente incentivados a fazê-lo.

O limite da recuperação judicial ou extrajudicial de uma empresa está no ponto em que, para cada um dos grupos de interesses a ela vinculados (incluído, nesse caso, os próprios titulares), a busca por sua manutenção seja economicamente mais onerosa que o seu fechamento e liquidação pelo processo falimentar. (PIMENTA, 2007, p. 303).

Hart (1999) comenta que, nos últimos anos, juristas e economistas têm se dedicado ao estudo conjunto de questões envolvendo o processo falimentar. Destarte, embora os pesquisadores desta área tenham externado visões diferentes, mostra-se possível identificar algumas conclusões comuns sobre as características de um procedimento falimentar eficiente. O autor também afirma que “o procedimento que um país escolhe ou deveria escolher pode depender de outros fatores, como sua estrutura institucional e tradição legal.” (HART, 1999, p. 3,

tradução nossa).⁵ Na opinião de Hart (1999), podemos destacar duas características, dois objetivos que devem ser perseguidos pelo legislador, quando da elaboração de uma legislação falimentar eficiente. Primeiramente, o processo deve assegurar um ingresso *ex post* eficiente, no sentido de viabilizar a maior arrecadação possível quando da liquidação dos bens do falido. Outrossim, o processo deve ocasionar uma penalização aos administradores e aos titulares da sociedade empresária, mediante a aplicação da regra da prioridade absoluta do direito dos credores (HART, 1999).

Outra questão a ser examinada, quando se supõe o processo recuperatório como instrumento de internalização das externalidades decorrentes da crise econômico-financeira enfrentada pelo empresário, consiste na identificação de incentivos que resultem no estabelecimento de compensações eficientes em favor dos administradores das sociedades empresárias em recuperação. Logicamente, estamos nos referindo a grandes empresas, especialmente aquelas em que o administrador não é o acionista controlador ou quotista majoritário. Neste tipo de organização empresarial, Listokin (2006) propõe uma espécie de compensação em favor dos administradores que contribua para o alinhamento de seus interesses com os objetivos almejados pela legislação recuperatória. Listokin (2006) sustenta que, se em empresas solventes a premiação com ações ou opções de compra de ações pode incentivar comportamentos eficientes por parte dos administradores, durante o processo recuperatório também há uma forma para fazê-lo. Para o autor, garantir uma fração de créditos quirografários em favor dos administradores permitiria que fossem criados incentivos semelhantes (LISTOKIN, 2006).

Listokin (2006), após afirmar a escassez de estudos relativos aos incentivos que podem ser concedidos em favor dos administradores durante os processos de insolvência empresarial, destaca a existência da pesquisa já empreendida por Skeel sobre o tema. O autor destaca o fato de que os interesses dos administradores tendem a alinhar-se aos dos sócios da companhia em crise, impondo-se, no entanto, em caso de insolvência, seja este alinhamento revisto. Desta forma, seriam tomadas as providências que ocasionariam a maximização do valor da organização empresarial, o que contribuiria para a satisfação dos interesses dos credores (LISTOKIN, 2006). Dentre as opções propostas por Skeel, Listokin (2006) destaca a possibilidade de acordos que estabeleçam o pagamento de prêmios para retenção de integrantes específicos da administração, durante o andamento dos processos reorganizacionais, ou a concessão de bônus em conformidade com a rapidez com que o benefício seja alcançado judicialmente.

Listokin (2006) considera que as opções propostas por Skeel não viabilizam, necessariamente, que sejam empreendidas condutas eficientes por parte dos administradores retidos durante o processo de recuperação, não sendo possível

⁵ Which procedure a country chooses or should choose may then depend on other factors, e.g., the country's institutional structure and legal tradition.

afirmar que serão envidados esforços para maximizar o valor da organização empresarial.

Como forma adequada de incentivo à adoção de condutas que contribuam para que seja implementado plano recuperatório que possa contribuir para a maximização da empresa, Listokin (2006) propõe que seja constituído um comitê composto pelos credores quirografários, o qual garantiria à administração, de forma condicional, uma fração de seus créditos. Esta cessão de crédito estaria sujeita a uma série de salvaguardas que incentivariam uma performance administrativa eficiente durante o processo de insolvência recuperatório. O autor justifica a concessão deste incentivo ao considerar a capacidade que os administradores têm de interferir na elaboração do plano recuperatório, além do poder de contrair novos empréstimos durante o andamento do processo (LISTOKIN, 2006), que no Brasil enquadrar-se-iam na regra do artigo 67 da LREF.

Interessante notar que o episódio de crise econômico-financeira por que passa a empresa incentivará os credores a buscarem uma solução que não importe em uma execução concursal do patrimônio do devedor ou no prosseguimento de várias execuções individuais, com a dilapidação do estabelecimento empresarial.

Longhofer e Peters (2000) destacam que a legislação falimentar impede que a atuação individual e oportunista de cada credor, agindo isoladamente na execução do patrimônio do devedor insolvente, obste a maximização do valor que poderá ser arrecadado, em caso de atuação coordenada da comunhão de credores. Os autores sugerem, por outro lado, que não há incentivos para que credores negociem e elaborem cláusulas, em seus respectivos contratos, estabelecendo, *ex ante*, as condições e regras de atuação conjunta para realização do ativo do devedor, caso sobre ele incida uma situação de crise (LONGHOFER; PETERS, 2000). Neste contexto, Longhofer e Peters (2000) consideram que a legislação falimentar não tem por objetivo proteger o devedor de seus credores, ou proteger estes daquele. Para os autores, em face dos custos e perdas que decorrem das disputas travadas entre credores, os procedimentos legais de insolvência objetivam proteger os credores dos próprios credores (LONGHOFER; PETERS, 2000). Suas regras, desta forma, modelariam condutas mais eficientes por parte destes agentes econômicos.

Após invocarem as lições de Jackson, concluem Longhofer e Peters (2000) que a lei de falências resulta em redução dos custos transacionais que seriam suportados se os credores tivessem que, no momento da contratação com o devedor, antes mesmo da situação de crise, estabelecer as regras para execução coordenada de seu ativo. De fato, a atuação isolada dos credores e, portanto, a aplicação da regra segundo a qual o primeiro a executar o patrimônio do devedor será satisfeito antes dos demais enseja perdas para a comunhão, já que seus fatores de produção não são, necessariamente, alocados em favor de agentes que lhes atribuam o maior valor. Ora, mas se todos concordam que a execução individual do patrimônio do devedor resulta em perdas, por qual razão os credores

não negociam, *ex ante*, regras contratuais, estabelecendo a forma como o patrimônio do devedor será realizado, em caso de insolvência? Os autores⁶ afirmam que, segundo Posner, os “credores gostariam de celebrar estes contratos de coordenação *ex ante*, mas falham em fazê-lo porque os custos de transação são proibitivos quando a empresa possui muitos credores” (LONGHOFER; PETERS, 2000, p. 5, tradução nossa).

Por outro lado, Longhofer e Peters (2000) sustentam que, mesmo em um cenário sem custos de transação, os credores não preestabeleceriam a forma pela qual agirão, em conjunto, em caso de insolvência do devedor. Os autores consideram que é o comportamento de maximização de ganhos em mercados competitivos que impede que sejam estabelecidas regras para eventual execução coordenada (conjunta) do ativo do devedor insolvente (LONGHOFER; PETERS, 2000). Outrossim, uma vez estabelecidas as cláusulas de um contrato, um futuro credor ou mesmo o devedor não possuem incentivos para elaborar cláusulas de coordenação para atuação conjunta dos credores neste novo ajuste (LONGHOFER; PETERS, 2000). Assim, para os autores, a legislação falimentar teria como propósito a coordenação da atividade de pagamento dos vários credores do empresário (LONGHOFER; PETERS, 2000).

Araújo e Funchal (2006) também explicam que um processo eficiente falimentar não deve, apenas, estabelecer regras que promovam a maximização do valor total da empresa e, por consequência, em um aumento dos valores que serão recebidos por seus credores. Na opinião dos autores, o processo falimentar também deve penalizar os administradores da organização empresarial, em caso de decretação da quebra, sob pena destes não envidarem esforços suficientes para que a atividade comercial empresarial seja superavitária. (ARAÚJO; FUNCHAL, 2006).

No entanto, a penalização excessiva dos empreendedores, em caso de insolvência, também pode ocasionar dois problemas. O primeiro seria a postergação, a demora para que fosse realizado o pedido judicial de autofalência ou de recuperação judicial, em razão do receio das consequências que seriam impostas aos administradores e sócios, caso a quebra venha a ser decretada. O segundo refere-se ao incentivo que os empresários em crise teriam para apostar em empreendimentos de alto risco. Afinal, em caso de sucesso, as dificuldades econômico-financeiras enfrentadas pela empresa poderiam ser superadas. Por outro lado, em caso de fracasso, não haveria uma piora em relação ao estado de insolvência que já se encontrava instalado. Logicamente, nestes dois casos haverá uma alocação ineficiente dos fatores de produção da empresa que deixaram de ser liquidados ou reorganizados para uma melhor execução da atividade. O financiamento que lhe foi concedido não será resgatado, resultando em perdas para

⁶ [...] creditors would like to write such coordinating contracts *ex ante*, but fail to do so because the transaction costs are prohibitive when the firm has many creditors.

a respectiva instituição financeira, refletindo no spread cobrado de outros devedores solventes.

Assim, para solucionar estes problemas (demora na formulação do pedido falimentar ou reorganizacional e incentivo à execução de empreendimentos arriscados) Araújo e Funchal (2006) consideram que um processo falimentar eficiente deve permitir algumas violações da regra da prioridade absoluta do direito dos credores. Desta forma, seria adequado permitir que os administradores ou sócios recebam algum pagamento durante a falência ou recuperação judicial, mesmo antes da satisfação de todos os credores. Portanto, o dilema para que seja editada uma legislação eficiente envolve as seguintes situações: “esforço ótimo, ao custo de perder a oportunidade de uma intervenção eficiente; ou ótima revelação, ao custo de reduzir o incentivo em esforço” (ARAÚJO; FUNCHAL, 2006, p. 232).

5 Conclusão

Pelo exposto, pode-se afirmar que um processo de recuperação judicial de empresas eficiente deve:

- a) Viabilizar a livre negociação entre credores e o devedor, reduzindo os custos de transação, em especial através da publicidade das informações relativas à saúde econômico-financeira do empresário;
- b) Estancar a dissipação de valor da organização empresarial decorrente da atuação desordenada e oportunista de credores e do próprio devedor, bem como maximizar o valor apurado com sua liquidação ou reorganização (eficiência *ex post*), e;
- c) Coordenar a atuação dos agentes econômicos, não apenas quando o empresário encontrar-se em crise. Afinal, a LREF deve orientar os negócios que serão realizados a crédito, ainda quando a situação econômico-financeira das partes não se encontre em evidente situação de instabilidade (eficiência *ex ante*).

Durante o processo de tentativa de reorganização, competirá ao magistrado contribuir para a eliminação dos obstáculos informacionais que possam impedir a livre negociação entre os credores e o devedor. Se esta missão for cumprida de forma eficiente, comportamentos oportunistas não se verificarão, ou serão uma exceção, e aumentarão as chances de ser identificada a solução ótima para a crise enfrentada pela empresa. Cientes da real situação patrimonial e do montante do passivo, bem como das razões que motivaram a crise e sua evolução, convocados todos para negociar um plano, ter-se-á um instrumento poderoso para enfrentamento de crises empresariais. Se a maioria legal estiver de acordo com o montante das perdas que deverão suportar, dos custos que serão incorridos, então a atividade será salva, pois fica evidenciado que o rompimento completo de todas as

relações jurídicas trará custos superiores àqueles que serão verificados durante a reorganização proposta.

TITLE: Efficiency and judicial corporate reorganization.

ABSTRACT: *In this article, it was concluded that an efficient business reorganization process should: a) Facilitate the free negotiation between creditors and the debtor; b) Stop the dissipation of the business organization value, and c) Coordinate the actions of economic agents, before the financial economic crisis.*

KEYWORDS: Efficiency – Judicial corporate reorganization – Law & Economics.

Referências Bibliográficas

ARAUJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno. A nova lei de falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. **Pesquisa e Planejamento Econômico IPEA**, Rio de Janeiro, v. 36, n. 2, p. 209-254, ago. 2006.

BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. **Anti-Bankruptcy**. Chicago: Universidade de Chicago, jun. 2009. (John M. Olin Law & Economics Working Paper n. 470). Disponível em: <<http://www.law.uchicago.edu/files/files/470-dgb-anti.pdf>> Acesso em: 08 jan. 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à nova Lei de Falências e de recuperação de empresas**: (Lei n. 11.101, de 9-2-2005). 2. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2005.

HART, Oliver. Different approaches to bankruptcy. In: Annual WORRLD Bank Conference on Development Economics in Europe, 1999, Paris. **Proceedings of the...** Paris: La Documentation Francaise, 2000.

JACKSON, Thomas H. **The logic and limits of bankruptcy law**. Cambridge: Harvard University Press, 2001.

KORDANA, KEVIN A.; POSNER, Eric A. **A Positive Theory of Chapter 11**. Chicago: Universidade de Chicago, out. 1998. (John M. Olin Law & Economics Working Paper n. 61). Disponível em: <<http://www.law.uchicago.edu/files/files/61.Eposner.Chpt11.complete.pdf>>. Acesso em: 08 jan. 2012.

LISTOKIN, Yair. **Paying for Performance in Bankruptcy**: Why CEOs Should be Compensated with Debt. New Haven: Universidade de Yale, 2006. (Yale Law School

Center for Law, Economics, and Public Policy, Research Paper n. 334). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=924569>>. Acesso em: 04 jun. 2011.

LONGHOFER, Stanley D.; PETERS, Stephen R. **Protection for Whom? Creditor Conflict and Bankruptcy**. Cleveland: Banco de Reserva Federal de Cleveland, set. 2000. (Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper 9909R). Disponível em: <<http://www.clevelandfed.org/Research/workpaper/1999/Wp9909.pdf>>. Acesso em: 22 jun. 2011.

PIMENTA, Eduardo Goulart. Eficiência econômica e autonomia privada como fundamentos da recuperação de empresas no direito brasileiro. In: FIUZA, César et al. (coord.). **Direito Civil: Atualidades II**. Belo Horizonte: Del Rey, 2007. p. 291-313.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

WILLIAMSON, Oliver. Transaction Cost Economics. In: SCHMALENSEE, Richard; WILLIG, Robert. **Handbook of Industrial Organization**, v. 1. Amsterdã: North-Holland, 1989. p. 136-178.