

# Atualidades

## NOTAS SOBRE AS ASSEMBLÉIAS DE CREDORES NA LEI DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS

RACHEL SZTAIN

*1. Introdução. 2. A nova lei em face do Decreto-lei 7.661/1945. 3. Assembléia-geral. 4. Classes de credores. 5. Assembléia-geral de credores. 6. Conclusão.*

### **1. Introdução**

A disciplina normativa relativa à crise das empresas, na esteira da legislação norte-americana – a qual, em boa medida, está reproduzida nas normas européias –, assenta-se sobre dois pilares: (1) de um lado, a tentativa de preservar aquelas empresas (entenda-se aquelas atividades anteriormente ditas mercantis), desde que existentes condições econômico-financeiras que viabilizem tal escopo; e (2) a proteção do crédito ou da sua circulação. Contudo, o legislador de 2005 retira do campo de incidência das normas as empresas públicas e sociedades de economia mista, instituições financeiras, seguradoras, cooperativas de crédito e consórcios. A exclusão deve-se ao fato de que a crise dessas empresas, ao menos no que diz respeito à reorganização, está sujeita a disciplina especial.

Feito a reparo, note-se o cuidado com que se trata da viabilidade econômica de empresa em crise, porque de nada serve envidar esforços para preservá-la, nem mesmo argumentos como a garantia de empregos ou ser ela estratégica, sem que fique demonstrada a possibilidade de superar a crise, porque os efeitos sobre o crédito e a aptidão para superar a crise dependem de demonstração de que a rentabilidade do negócio será resgatada e que a atividade atingirá algum nível de normalidade.

*Empresa é fenômeno econômico – e, portanto, a crise também o será; ou, na melhor das hipóteses, terá impacto econômico sobre a atividade. Por isso será desejável promover a recuperação de empresas ou organizações apenas quando sejam economicamente viáveis. A determinação da viabilidade econômica da empresa deve ser demonstrada em plano ou projeto que será negociado com os credores. Essa negociação, no caso de recuperação judicial da empresa, tem como locus a assembléia-geral de credores. No caso da recuperação extrajudicial as negociações serão empreendidas entre devedor e uma ou mais classe de credores.*

A opção de política legislativa – conferir aos credores poder para aprovar, alterar ou rejeitar o plano de recuperação empresarial apresentado pelo devedor – parece, porém, ter deixado de lado recurso a estratégias que podem alterar a distribuição de poder e produzir resultados inesperados, alguns indesejáveis. É isso o que se pretende estudar.

### **2. A nova lei em face do Decreto-lei 7.661/1945**

O legislador de 2005 afastou-se, em larga medida, das regras adotadas em 1945, nas quais a tutela do crédito diante de situa-

ções de insolvência de comerciantes se resumia à decretação da falência. O rigor emprestado à circulação do crédito está evidente na redação do art. 1º do Decreto-lei 7.661/1945, que considerava *falido* o comerciante que deixasse de pagar, no vencimento, obrigação líquida, salvo relevante razão. Entendia-se que atrasos, além de indicarem a impossibilidade de pagar, implicavam abalo no crédito, com perda de confiança na capacidade de honrar as obrigações por aquele devedor.

É que a perda de credibilidade, confiança – do crédito, em suma –, por atrasos no pagamento de obrigações suportava presunção *juris tantum* de que estaria instalada uma situação de desequilíbrio patrimonial adverso (passivo maior que ativo), que tornava inviável a continuidade da atividade mercantil, sendo, pois, mais conveniente a decretação da falência como forma de preservar o mercado.

Outra era a solução quando se tratava de iliquidez momentânea, superável, porque o desequilíbrio era de caixa, e não patrimonial, e essa se resolvia com a concessão da concordata preventiva da falência, que dava ao devedor comerciante prazo para solver as obrigações.

Se a falência eliminava do mercado aqueles comerciantes que, por falta de talento, por serem propensos a riscos, ou qualquer outro motivo, poderiam, com suas decisões na condução dos negócios, comprometer a circulação do crédito, a concordata preventiva dava fôlego àqueles que momentaneamente se encontrassem sem recursos líquidos.

A falência poderia ser pensada – e não se cogita, aqui, de matéria penal e privação de liberdade, como pena socialmente relevante – porque, ao atingir a reputação do comerciante, culminando com seu afastamento do meio, impedindo-o de exercer o comércio, ainda quando temporariamente, serviria para incentivar diligência, prudência, no contrair obrigações. Esse fator, a reputação, mais do que ver na medida de

eliminação do mercado um procedimento infamante, seria o incentivo, forte, para que comerciantes, desejosos de participar de mercados, adotassem comportamentos adequados à atividade, sem propagar o risco entre os demais. Na verdade, a falência poderia ser interpretada como mecanismo que fixa padrões ou paradigmas para tutelar a circulação do crédito em mercados nos quais o risco está presente.

Já, a concordata suspensiva – isto é, a interrupção do procedimento de liquidação do ativo para pagamento do passivo –, também prevista no quadro normativo, servia de incentivo para que, ainda durante o processo de liquidação do ativo e solução do passivo, fossem adotadas medidas saneadoras; se os credores e o magistrado se convencessem da boa-fé do comerciante, de que a falência não era a melhor solução, que não se deveria a falta de diligência, a imprudência, que havia possibilidade de recuperar o negócio, seu deferimento, ainda que raro, não estava vedado.

Essas medidas atendiam a necessidades econômicas de funcionamento dos mercados em sociedades de base agrícola ou agropecuária, de baixo nível de industrialização, sendo menos adequadas em face das enormes transformações sócio-econômicas que tiveram início na década de 50 do século passado. O acelerado processo de industrialização, avanços tecnológicos e internacionalização da economia e a crescente inserção do país em novos mercados tornaram aqueles institutos defasados para compor os reclamos da sociedade.

Demais disso, a inflação, que, ao longo dos anos 60 a 90 do século passado, pela corrosão do poder de compra da moeda, estimulava, tanto na falência quanto na concordata, que se protelasse o andamento de qualquer medida judicial, porque isso gerava, para os devedores, ganhos reais, em virtude da não-correção do valor das obrigações, do passivo em geral, ao passo que os ativos, se e quando negociados, o eram ao valor de mercado. Vale dizer que o de-

curso do tempo reduzia ou até eliminava a relação negativa entre ativo e passivo, que poderia tornar-se positiva, com ganhos derivados da inércia do devedor.

Pior que a inflação, fator de natureza social em relação à decretação da falência de algumas grandes sociedades, considerando-se o efeitos e repercussões quer no mercado de trabalho, quer no de crédito, levou à criação, no BNDE (atualmente BNDES), de um assim denominado “hospital de empresas”. Comum ouvir-se a frase “muito grande para quebrar”, ou “opera em setor estratégico”, para explicar o socorro do Governo, com a transferência de recursos públicos para tais sociedades, visando a atividades no pressuposto de que, futuramente, o banco recuperaria os montantes investidos.

Indiscutível que a legislação anterior requeria ajustes, um *aggiornamento*, a revisão do tratamento da crise empresarial, de forma a que a falência fosse o último recurso e que os devedores não se aproveitassem do favor legal que era a concordata para ganhar tempo, transferindo mais risco aos credores.

Assim, apoiado em experiências de outros países de mesmo sistema, Direito codificado, foram buscadas soluções menos traumáticas para o caso de, constatado o desequilíbrio adverso entre ativo e passivo, não passar diretamente para o procedimento liquidatário-solutório, a falência, mas dar ao devedor a oportunidade de demonstrar que, reorganizada a atividade, terá condições econômicas de continuar. Restava estabelecer critérios para avaliar a eficiência das operações propostas, dado que o procedimento anterior gerava custo social – o que deve ser evitado quando se parte da noção de eficiência alocativa com prevalência da racionalidade na tomada de decisões.

É que, diz a teoria econômica, partindo de uma qualquer distribuição de bens na sociedade, sua circulação se faz daqueles que os apreciam menos para quem os aprecia mais, ou, de outra forma, dos usos

menos eficientes para os mais eficientes. Quando há mercados a circulação dos bens se dá sem muito atrito (custos de transação); mas, diante de crises, ainda quando os mercados funcionem, os custos de transação são mais elevados, o oportunismo fica mais fácil e externalidades negativas podem aparecer.

A solução está no processo de recuperação – judicial ou extrajudicial – das empresas em crise, que, desta feita, é analisado pelos credores. Assim, a mudança do quadro normativo propõe tratamento diferenciado para as crises empresariais conforme haja possibilidade concreta de preservar algum ou alguns núcleos, ou não.

Desaparece da lei a concordata, em ambas as modalidades – a preventiva da falência, favor legal, em que se concedia prazo para que o devedor solvesse, integral ou parcialmente, as obrigações quirográficas, sempre com base no pressuposto de que se estaria frente a fato específico: a iliquidez;<sup>1</sup> ou a suspensiva da falência, que interrompia o processo de liquidação, no pressuposto de que seria viável a continuação do negócio.

A nova lei dá a quem tem interesse na preservação do regular funcionamento do mercado de crédito a possibilidade de analisar as condições de superação da crise e o poder para decidir quanto à viabilidade de preservar, ou não, aquelas atividades econômicas que passem por processo de crise, seja ele de iliquidez, seja de desequilíbrio patrimonial adverso.

A reconfiguração dos mecanismos de avaliação das condições econômico-financeiras das empresas permite ignorar argumentos do tipo “muito grande para quebrar”, reduz o espaço para exercer pressão e obter vantagens sob o argumento de atuar

1. A concordata preventiva, antes da estabilização do poder de compra da moeda, no mais das vezes, servia para ganhar tempo, postergar a falência, ofereceu estímulos incorretos e inadequados no que diz respeito à tutela do crédito, e deveria mesmo ser abandonada.

em setor estratégico e, sobretudo, reduz manobras de oportunistas que, abusando da relativa facilidade com que eram deferidos pedidos de concordata preventiva, ganhavam sobrevida aumentando, na maioria das vezes, as perdas dos credores.

Sendo a empresa fenômeno econômico, sua preservação ou recuperação deve manter foco nas questões econômico-financeiras, nas operacionais e no fato de que deixar de fundar as decisões nesses parâmetros – o econômico em particular – para atender a alguns interesses, em geral defendidos por grupos que, capturando o legislador, tratam de obter vantagens pessoais, independentemente de quem venham a prejudicar, faz com que se perca eficiência na alocação de recursos escassos.

A defesa que fazem alguns da importância de preservar empresas em crise, por que teriam função social, não atende aos critérios de eficiência. Que função têm empresas cuja saúde econômico-financeira está comprometida, que dependem de benesses do legislador ou do Estado? Como atividade econômica que são, a função social das empresas é criar riquezas, não podendo fazê-lo, a falência, reorganização ou recuperação, assentadas sobre premissas de economicidade, são o meio mais adequado para estimular diligência de administradores e credores. A inversão de recursos públicos sem critérios de eficiência, a pretexto da função social da empresa, fere a lógica econômica.

O economista está preocupado em mensurar o “bolo”, fazê-lo crescer, enquanto o operador do Direito, com fundamento na noção de justiça, equidade, pensa em função social, e imagina que pouco importa o tamanho do “bolo”, que é mais importante dividi-lo. *Eficiência* e *equidade* não são mutuamente excludentes, podem e devem ser conciliadas. Supor que equidade se mantém sem eficiência é ignorar, na lógica própria de ordenamentos de base romano-germânico-canônica, que 100% de zero é menos que 1% de 10; que manter em operação atividades ineficientes, a título de

função social, de assistencialismo inconstitucional, pode beneficiar alguns, mas desestimular muitos.

Buscar eficiência e equidade parece ter sido a proposta que vem solucionada mediante a experiência – aplicada com sucesso em vários países da Europa Continental, copiada do Direito Anglo-Norte-Americano – de transferir aos credores, tanto empresários, profissionais que exercem atividade econômica organizada, quanto não-empresários, o poder para decidir, reunidos em assembléias-gerais, sobre preservar, ou não, as atividades da empresa em crise. O legislador desenha forma de compartilhamento do resultado da deliberação com aqueles sobre os quais recai parcela ponderável do impacto econômico da crise, mediante a recepção de modelos negociais mais flexíveis que a decisão de decretação da falência, do sistema anterior.

Profissionais tendem a analisar as informações e propostas apresentadas por outros profissionais de óptica mais objetiva, ponderar alternativas e oferecer sugestões que aperfeiçoem o projeto, o façam mais eficiente, o que é feito nas assembléias-gerais de credores. A noção de *eficiência* é dos economistas: relação entre os benefícios totais da situação e o custo total dela decorrente; vale dizer, trata-se de como mensurar o “bolo”.

Por isso que leitura e interpretação dos artigos da nova lei, para verificar se são criados incentivos que induzam devedor e credores a agir de forma a obter os melhores resultados, a evitar oportunismos e externalidades que deveriam ser internalizadas, a reduzir custos de transação, é o que se pretende fazer. Claro que as observações são mera especulação, sendo necessário aguardar as decisões judiciais para saber se não produzirão efeitos de segunda ordem que facilitem comportamentos oportunistas.

Dar aos credores poder para decidir sobre a recuperação de empresas em crise, contudo, tem como premissa que seus inte-

resses são homogêneos e que se trata de um jogo estratégico de soma zero o que resta a ser demonstrado.

### 3. Assembléia-geral

*Assembléias* são reuniões de pessoas para, em conjunto, e na forma adrede prevista, discutir e deliberar sobre matéria de interesse comum. A tomada de decisões que envolva mais de duas pessoas – hipótese em que ou há consenso, ou não há decisão – pressupõe conversas, debates e, ao final, declaração de cada um dos envolvidos em determinada direção; em geral, *sim* ou *não*.

A importância da disciplina das assembléias-gerais reside no fato de que deliberações colegiadas tomadas de acordo com as normas previstas vinculam todos os membros do grupo, inclusive os ausentes e dissidentes, porque o princípio informador das assembléias-gerais, o da maioria – que excepciona a unanimidade –, tendo como limites objetivos direitos individuais, atende melhor que a unanimidade ao equacionamento de situações em que interesses diversos estão em jogo. Mesmo a abstenção – ou seja, nenhuma declaração em qualquer dos sentidos propostos à consideração dos membros do grupo –, indicativa de que poderia, talvez, haver outra alternativa ou falta de convencimento do declarante em face dos argumentos apresentados pelos defensores de uma das outras posições, serve como fundamento para que não sejam tomadas decisões aprovadas por certo número (de pessoas ou de interesses).

Regra ordinária para a aprovação de matérias de interesse comum por colegiados – e a assembléia-geral o é – requer a manifestação, em determinado sentido, de certo número de seus membros, alguma maioria, que pode ser tanto a presentes à reunião quanto a dos membros do grupo. A decisão será tomada por maioria simples quando baste a maioria dos presentes; por maioria qualificada quando se imponha a presença, para fins de deliberação – aprova-

ção ou rejeição –, de mais da metade dos componentes do grupo.

Assembléias-gerais são mecanismos de consulta em que se reúnem as pessoas que tenham interesse comum em dada matéria – interesse que poderá ser afetado e que, conforme o resultado das declarações individuais da maioria delas em dada direção, é aceito ou rejeitado. O voto, declaração individual do membro do colégio, soma-se ao dos demais membros e forma a deliberação.

A título de exemplo, tome-se a disciplina das assembléias-gerais da Lei do Anonimato. Acionistas são convidados para se reunir a tomar decisões em relação a certas matérias de interesse de todos ou, até, de interesse de espécies ou classes de ações. No primeiro caso trata-se de assembléias-gerais; no segundo, de assembléias especiais.

A disciplina das assembléias das anônimas está disposta nos arts. 121 e ss. da Lei 6.404/1976, em que se apresentam as normas para exercício dos poderes decisórios dos acionistas. A relação de temas inclui reforma estatutária, eleição e demissão de administradores, apreciação dos resultados da ação administrativa, propostas de reorganização da sociedade, aprovação de pedido de falência e, agora, recuperação judicial ou extrajudicial (art. 122); *quorum* de instalação – ou seja, presença mínima necessária para a instalação da reunião (art. 125); *quorum* de deliberação – votos mínimos necessários para a validade e eficácia das deliberações tomadas (art. 129). Assembléias podem ser ordinárias ou extraordinárias, conforme as matérias a serem deliberadas. É ordinária a assembléia-geral realizada anualmente que tem como principal tema a avaliação dos efeitos da ação administrativa; é extraordinária a assembléia que tem como objeto a deliberação sobre matérias relativas ao negócio associativo (art. 135).

Como nem todos os interesses dos acionistas são homogêneos, requer-se, em certos casos, manifestação daqueles cujos in-

teresses distintos poderiam ser alterados por deliberação da maioria, que é condição de eficácia daquela deliberação. É o caso previsto no art. 136, I e II, da Lei 6.404/1976, que impõe a convocação e instalação das assembléias especiais porque a decisão da maioria tem como limites objetivos direitos individuais dos acionistas que não podem ser modificados sem expressa anuência dos afetados.

Por isso a importância de matéria de conteúdo e de procedimentos de convocação e instalação das reuniões, *quorum* de instalação e de deliberação, como garantia de validade e eficácia de deliberações colegiais, que, por maioria, vinculam todos os membros do grupo, inclusive ausentes e dissidentes. Excepcionar-se o princípio da unanimidade é acompanhado de normas que prevêm formalidades e limites para evitar abusos. Não se permite que a maioria delibere e afete ou altere direitos individuais sem conhecimento e possibilidade de discussão pelos interessados atingidos.

#### 4. Classes de credores

Tal como a Lei do Anonimato, que classifica acionistas segundo sejam titulares de ações ordinárias ou preferenciais sem direito de voto, ou debenturistas, titulares de créditos com garantia real, garantia flutuante ou subordinados no que diz respeito aos bens sobre os quais podem exercer suas pretensões ou à ordem de recebimento, também na nova Lei Falencial o legislador divide os credores em classes.

O art. 41 da Lei 11.101/2005 divide os credores em grupos para fins de participação na assembléia geral e subassembléias. Supõe-se que a divisão pretendia agrupar aqueles que, em tese, têm interesse homogêneo, separar os distintos conjuntos de interesses, a par de especificar como são tomadas as decisões dentro de cada classe.

A classificação obedece ao seguinte critério: compõem a *classe I* os titulares de créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de traba-

lho; a *classe II* congrega os titulares de créditos com garantia real; e a *classe III* os titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral e créditos subordinados.

Credores que integrem a *classe I* votam pelo total de seus créditos, ainda que haja restrições quanto ao prazo e limites de pagamento (art. 54). A deliberação, entretanto, não é tomada em função do valor das pretensões, mas por cabeça, como resulta da combinação do art. 41 com o § 2º do art. 45, aprovando-se ou rejeitando-se a proposta por decisão da maioria simples dos presentes.

Por que a informação de que votam pelo total dos créditos? Porque o pagamento do montante nem sempre será total, dado que a legislação iguala, nesse aspecto, os que têm direito a verbas elevadas e aqueles cujas pretensões são próximas do salário mínimo. A opção de política legislativa vai na direção da “justa” divisão do “bolo”. Fica a dúvida a respeito da tutela dos credores por relação de trabalho, que, em princípio, teria natureza alimentar.

A restrição de pagar não mais que cinco salários mínimos do total em aberto referente aos três últimos meses anteriores ao pedido de recuperação parece injusta, restando saber se seria eficiente e que incentivo contém para a aprovação ou rejeição da proposta.

Um fundamento para a restrição está claro: evitar que os credores titulares de pretensões de maior valor esgotem os fundos alocados para esses pagamentos, em detrimento dos que têm a receber valores menores. Fixar os montantes dos pagamentos de forma proporcional aos créditos seria mais razoável que pagar prioritariamente o mínimo a todos e depois aos credores de valores maiores até um limite geral? O oportunismo ensejado sem a restrição é evidente: contratação de familiares, parentes, amigos, oferecendo valores elevados para, indiretamente, beneficiar-se o devedor às expensas dos demais credores.

Mesmo nesse caso a escolha de estratégias dos credores poderá ser fundada na facilidade ou dificuldade que pessoas tenham em conseguir novos postos de trabalho. Os que não tenham dificuldades em encontrar outro empregador podem faltar à reunião, mesmo porque o pedido de demissão é uma opção inafastável; aqueles que tenham mais dificuldade de encontrar outro posto de trabalho – seja por conta de especialização, seja por faixa etária ou outro fator – comparecerão, estarão mais propensos a aceitar condições que não interessam aos primeiros. Supondo que a relocação de trabalhadores qualificados seja fácil, em que medida isso prejudicará a reorganização que não conte com essa mão-de-obra específica?

Já no que diz respeito aos credores das classes II e III as deliberações são tomadas em função do montante dos créditos admitidos à assembléia, devendo ser aprovadas por mais da metade do valor total dos créditos presentes (portanto, maioria simples) e, cumulativamente, pela maioria dos presentes – ou seja, voto por cabeça combinado com voto proporcional. Heterodoxa combinação de interesses: de um lado, valores; de outro, pessoas. Se um credor titular de valor elevado representar parcela significativa do total de créditos presentes (60%), sua manifestação estará subordinada à aprovação dos demais credores, titulares da minoria dos créditos, mas que representam maior número de pessoas. Que estratégias serão adotadas para que as duas maiores coincidam? Há alguma estratégia dominante, ou estar-se-á diante de uma situação em que interessa a algum ou alguns credores a demora na formulação de outra proposta?

A essa dificuldade soma-se a questão dos credores da classe II, titulares de garantia real, que podem votar nas classes II e III porque o legislador atrelou o “montante do voto” desses credores ao valor do bem oferecido em garantia. A questão é que, quando a garantia recai sobre bens cujo valor é volátil, isto é, varia no tempo – o que pode ocorrer com rapidez, ou não –,

como determinar o montante do crédito que vota em cada uma das classes? Como demonstrar que o montante do crédito que participa da classe II deve ser aceito por valor “X” ou “Y” e que o saldo, se houver, será alocado na outra classe?

Avaliação, ou avaliações, resposta que o senso comum daria, é totalmente imprestável. Além da demora e do custo, é a volatilidade preço do bem-garantia o elemento que gera insegurança e que não se afasta com a avaliação. Pior será se duas avaliações chegarem a valores diferentes. O que fazer? Adotar a média simples? E os desvios por conta de informações entre avaliadores?

Não seria melhor considerar que o crédito garantido vota apenas na classe II? Dir-se-á que com isso aqueles credores que foram menos diligentes e cujas garantias não cobrem o total da dívida poderiam ser prejudicados, porque, se receberem o valor da garantia, a parte da obrigação que não for paga será considerada crédito quirografário ou poderia ser crédito subordinado. Partindo da premissa de que contratos servem para distribuir riscos entre partes, melhor fora que se determinasse que o credor titular de garantia real que aceitou o risco da volatilidade do preço votasse até o valor nominal da garantia, e nada mais. Com isso se produz incentivo para a adoção de medidas diligentes *ex ante*. Quem aceita riscos deve conviver com os efeitos que venham a derivar da sua escolha.

Não menos pior é a decisão de agrupar credores titulares de privilégios – geral ou especial – com quirografários e subordinados. Credores titulares de alguma garantia ou privilégio, nos termos do Código Civil, são aqueles que podem exercer suas pretensões sobre bens determinados ou anteriormente aos demais. Quirografários são os credores sem qualquer garantia ou prioridade; subordinados são os que só recebem depois de pagos os quirografários, são os últimos da fila. Ter em mente essa ordem de prioridades serve para demonstrar que os interesses são, entre eles – credores –, bastante heterogêneos.

Convencê-los de que devem deliberar cooperativamente depende do ganho ou perda que venham a suportar. Se todos os credores aceitarem que o plano não os deixará pior que a liquidação da empresa, que os resultados projetados serão melhores, superando os da falência, a aprovação do plano favorecerá a todos – e, por isso, os votos serão majoritariamente nessa direção, favoráveis à implementação do plano.

Nada obstante, uma dada classe, por maioria, poderá recusar-se a aprová-lo, particularmente se com isso visar a obter maiores benefícios, os quais, dada a situação de crise, serão extraídos das outras. Como impedir? A lei não traz instrumentos, salvo o *cram down*, que não se aplica à recuperação judicial, para inibir comportamentos que gerem demora ou recusa na aprovação do projeto visando a forçar a apresentação de outro, mais eficiente, melhor para aquele conjunto de *players*. Essa estratégia é, para eles, eficiente e dominante.

Será que a falta de homogeneidade de interesses entre as classes de credores poderia ser tratada como forma de conflito similar ao que se discute quando da decisão de constituir uma sociedade? Nesses casos a questão tende a ficar circunscrita à divisão de poder e de benefícios, que, em larga medida, se supera pelo interesse comum, o exercício em comum de atividade econômica, a repartição dos riscos a ela inerentes.

Ver na aprovação do plano espécie de sociedade tácita entre devedor e credores, a par dos custos de oportunidade, poderia ser argumento empregado na formulação do plano de recuperação de empresas em crise; quanto mais provável a produção de lucros ou resultados positivos que, depois, seriam partilhados, mais interessante aderir ao projeto.

### 5. Assembléia-geral de credores

Deixa-se, temporariamente, a discussão sobre a conveniência, ou não, da divisão dos credores em classes, para tratar da

assembléia-geral. A questão é investigar se a idéia de reunir credores da empresa em crise para analisarem proposta de reorganização tem como suporte a mesma concepção que preside as assembléias-gerais usualmente analisadas: interesse comum em determinada matéria que pode ser afetado por mudança de rumo em virtude de novas situações não previstas e que atingem o interesse de todos.

Sem dúvida que a decisão de interessados no desfecho de uma dada situação – a crise da empresa, devedora comum –, tomada depois de debater o plano proposto para sua recuperação, ouvir argumentos favoráveis e contrários, ponderar sobre outras eventuais alternativas que melhor atendam aos interesses do grupo, por devidamente informada, deve, de maneira mais eficiente, harmonizar os vários interesses, comuns e opostos; a eficiência dessas decisões colegiais deve suplantá-las, com vantagem, as tomadas por pessoas estranhas ao grupo que suportam seus efeitos, em razão da acentuada assimetria de informação – os credores tendem, ao menos alguns deles, a saber mais sobre o devedor comum que terceiros não vinculados.

Se a concepção é interessante – dar aos credores poder para se manifestarem sobre a viabilidade da continuação da atividade do devedor comum, afetado por crise econômico-financeira, tecnológica, mercadológica ou outra –, não se pode esquecer que não são homogêneos os interesses das diferentes classes de credores e, por vezes, interesses de credores agrupados em uma só classe, como se verá adiante.

Há quem critique a opção de política legislativa que dá esse poder aos credores – que não é, no Direito Brasileiro, inovadora, pois que estava prevista nos arts. 122 e 123 do Decreto-lei 7.661/1945<sup>2</sup> – dizendo que o instituto não se firmou, na vigên-

2. “Art. 122. Credores que representem mais de um quarto do passivo habilitado podem requerer ao juiz a convocação da assembléia que delibere em

cia daquela norma, dada a falta de interesse dos credores em compor o colegiado, causando, na prática, abandono ou esquecimento do procedimento. Porém, não se

termos precisos sobre o modo de realização do ativo, desde que não contrários aos disposto na presente Lei, e sem prejuízo dos atos praticados pelo síndico na forma dos artigos anteriores, sustando-se o prosseguimento da liquidação ou o decurso de prazos até a deliberação final.

“§ 1º. A convocação dos credores será feita por edital, mandado publicar pelo síndico, com antecedência de 8 (oito) dias, e do qual constarão lugar, dia e hora designados.

“§ 2º. Na assembléia, a que deve estar presente o síndico, o juiz presidirá os trabalhos, cabendo-lhe vetar as deliberações dos credores contrárias às disposições desta Lei.

“§ 3º. As deliberações serão tomadas por maioria calculada sobre a importância dos créditos dos credores presentes. No caso de empate prevalecerá a decisão do grupo que reunir maior número de credores.

“§ 4º. Nas deliberações relativas ao patrimônio social, somente tomarão parte os credores sociais; nas que se relacionarem com o patrimônio individual de cada sócio, concorrerão os respectivos credores particulares e os credores sociais.

“§ 5º. Do ocorrido na assembléia, o escrivão lavrará ata que conterá o nome dos presentes e será assinada pelo juiz. Os credores assinarão lista de presença que, com a ata, será junta aos autos da falência.

“Art. 123. Qualquer outra forma de liquidação do ativo pode ser autorizada por credores que representem dois terços dos créditos.

“§ 1º. Podem ditos credores organizar sociedade para a continuação do negócio do falido ou autorizar o síndico a ceder o ativo a terceiro.

“§ 2º. O ativo somente pode ser alienado, seja qual for a forma de liquidação aceita, por preços nunca inferiores aos da avaliação, feita nos termos do § 2º do art. 70.

“§ 3º. A deliberação dos credores pode ser tomada em assembléia, que se realizará com observância das disposições do artigo anterior, exceto a do § 3º; pode ainda ser reduzida a instrumento público ou particular, caso em que será publicado aviso para ciência dos credores que não assinaram o instrumento, os quais, no prazo de 5 (cinco) dias, podem impugnar a deliberação da maioria.

“§ 4º. A deliberação dos credores depende de homologação do juiz e da decisão cabe agravo de instrumento, aplicando-se ao caso o disposto no parágrafo único do art. 17.

“§ 5º. Se a forma de liquidação adotada for de sociedade organizada pelos credores, os dissi-

deve confundir as assembléias de credores previstas no regime anterior e as atuais. Aos céticos em relação à possível repetição do comportamento dos credores – sua ausência –, lembra-se que os artigos relacionados a tais conchaves na vigência da lei anterior eram aplicados apenas à falência, em especial à realização do ativo, em geral de pouco ou nenhum valor quando se chegava a esse estágio ou fase processual. Dessa forma, faltavam incentivos para que se reunissem para deliberar sobre a destinação de bens de pouco ou nenhum valor.

A previsão da nova lei é bastante diferente. Primeiro porque os credores devem deliberar, inicialmente, sobre o plano de preservação da empresa (leia-se “da manutenção da atividade”, e de que forma isso será obtido), sua viabilidade e a razoabilidade das premissas que suportam a pretensão, e não apenas quanto à forma de realização do ativo, ainda que essa assembléia tenha sido mantida.

Claro que não há garantia de que a recuperação ou reorganização da empresa em crise venha a ser feita sem algum sacrifício dos credores, porque as obrigações não serão solvidas integralmente. Haverá perdas, até mesmo substanciais; mas, como se dá aos credores a possibilidade de avaliar e comparar a perda atual e eventual compensação futura (mesmo que não real, efetiva), se for preservada a atividade, presume-se que as decisões serão focadas em estratégias que minimizem os prejuízos, que mantenham as relações negociais e que o crédito seja preservado na medida do possível.

A preservação do direito de se manifestarem quanto às formas de liquidação ou realização do ativo também deve ser encarada de outra perspectiva. Se o lapso temporal entre a manifestação da crise e a proposta de recuperação do negócio for pequeno, menor será a perspectiva de dilapidação

dentos serão pagos, pela maioria, em dinheiro, na base do preço de avaliação dos bens, deduzidas as importâncias correspondentes aos encargos e dívidas da massa.”

dos ativos, de perda de valor em mercados, acarretando que o montante arrecadado com a venda dos bens tenda a ser mais elevado – e, portanto, os rateios entre credores também serão menos ruim.

Das disposições relativas à competência da assembléia de credores – art. 35 da Lei 11.101/2005 –, cumpre destacar, no que diz respeito à recuperação judicial – inciso I –, as das alíneas “a”, “d” e “f”, que são, respectivamente: *aprovação, rejeição ou modificação do plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor; pedido de desistência do devedor e qualquer outra matéria que possa afetar os interesses dos credores.*<sup>3</sup> Quanto ao inciso II, interessam as alíneas “c” e “d”, respectivamente: *adoção de outras modalidades de realização dos ativos na forma do art. 145 da lei e qualquer outra matéria que possa afetar os interesses dos credores.*

Em todas essas alíneas o que se nota de comum é que os interesses dos credores são bem determinados: aceitar riscos, ou não; manter, ou não, relações com o devedor em crise após a superação dos problemas; analisar propostas que gerem maior ganho na venda de ativos. A deliberação sobre matéria que possa afetar os interesses dos credores, que já contemplaria as anteriores, constitui cláusula aberta, adequada a negócios de execução continuada, em que, em virtude do lapso temporal na implementação do que for decidido e dos efeitos ou resultados esperados, eventos externos podem atingir as metas e, portanto, renegociar é atividade que não pode ser excluída. Fato é que a expressão “interesse comum” serve de receptáculo para várias situações imprevistas, ou até previstas, mas sem tratamento próprio acordado.

Menos relevantes a constituição do comitê de credores, escolha e substituição

dos membros, nome do gestor judicial, se afastado o devedor, por conta das atribuições desses órgãos. A competência do administrador judicial vem disposta no art. 18 e complementada pelo art. 19. A escolha do administrador judicial recairá (art. 21) sobre profissionais idôneos e especializados, se pessoas jurídicas – o que já os põe sob o crivo dos estatutos que regem as respectivas profissões, além de serem fiscalizados pelo comitê de credores e pelo juiz que presidir o feito. O comitê de credores – colegiado cuja constituição não é obrigatória –, se existir, será composto por representantes de cada classe de credores e suplentes, tendo competência fiscalizadora (art. 27).

No que concerne à recuperação judicial da empresa em crise, há que considerar como interesse comum, de todos os credores, evitar perdas de valores mais elevadas do que que haveria na hipótese de liquidação, o que decorre da não-aprovação do plano, aí incluída a hipótese de não-aceitação de sua modificação, porque nada mais resta que liquidar o ativo e ratear o montante entre eles. Outro interesse dos credores, que se prende ao primeiro, é a manutenção das relações negociais com a empresa tanto ao longo do período em que se superam os problemas gerados com a crise quanto depois.

A recuperação da empresa em crise passa por sua reorganização seja no que diz respeito ao objeto, tamanho, administração, seja no que – agora, segundo a legislação brasileira – diz respeito ao interesse dos credores, individual e coletivamente. Satisfazer esses vários interesses requer que o devedor ou algum terceiro acredite que o valor dos ativos, uma vez mantida a atividade da empresa em crise, sem liquidação, é mais elevado que quando se a encerra e se vendem os ativos.

Se o valor da reorganização superar o da liquidação, interessa a todos, devedor e credores, que aquele apresente um projeto viável de reorganização, demonstrando que,

3. As alíneas “b” – constituição do comitê de credores e sua substituição – e “e” – nome do gestor judicial, no caso de afastamento do devedor – têm, para a presente análise, importância secundária.

mediante sua aprovação, nada obstante possa ser reduzida a capacidade produtiva, a recuperação da saúde econômico-financeira, fim específico, será concretizada. Por isso, interessará aos credores aprovar o projeto apresentado pelo devedor; eventualmente algum deles terá proposta mais eficiente – a custo menor e de forma menos onerosa – para chegar a resultado equivalente, e, por isso, poderá propor projeto de reorganização do negócio diferente, ou sugerir ajustes ao projeto do devedor, o que interessa a todos. Terceiro, não-credor, também pode propor plano de reorganização que satisfaça interesses dos credores e do devedor.

Por isso que o plano de reorganização – tanto o que for apresentado pelo devedor quanto as alterações sugeridas pelos credores, ou mesmo um plano proposto por terceiro – deve satisfazer vários interesses, demonstrando a todos os envolvidos, credores e devedor, ou à maioria daqueles, que os benefícios superam os custos, que os ganhos derivados da liquidação do negócio são inferiores aos da recuperação.

Segundo Lorenzo Stanghellini, essa visão do problema não afasta certas questões ou dificuldades que passam pela equidade, justiça ou *fairness* de qualquer proposta. Explica que, se uma sociedade for reorganizada quando deveria ser liquidada, o ônus recai sobre os credores, que, portanto, não devem aprovar a reorganização, dado que, das opções ou cursos alternativos de ação (decisão) que podem tomar, um deles prejudica seus interesses futuros (os atuais já estão comprometidos).<sup>4</sup>

4. Atente-se para explicação de Luca Enriques e Jonathan R. Macey que está no artigo “Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules”, *Cornell Law Review* 86, setembro/2001, quanto a comportamento de administradores de companhias, fluxo de caixa da sociedade e conflito de interesses entre acionistas de credores: as normas relacionadas com o capital social distribuem poderes entre credores e titulares de outras pretensões sobre os ativos da sociedade, e que muitas normas são ineficientes ou protegem apenas

Estratégia dos credores, projetando os efeitos futuros da decisão atual, vai na direção de ser mais conveniente minimizar perdas que aceitar perdas cujo valor é desconhecido. As perdas atuais são conhecidas, as futuras implica assumir riscos de virem a ser aumentadas em razão da tentativa de resgate de atividade bastante comprometida.

Claro que a decisão levará em conta fatos e comportamentos, a confiabilidade que o devedor mereça, em função da observância passada, nas relações com os credores, de diligência, retidão – cumprimento da palavra dada, em suma.

A respeito da equidade na distribuição do ganho ou *surplus* – isto é, do valor gerado pela recuperação em relação ao derivado da liquidação –, explica o professor italiano que, ainda quando a decisão de reorganizar a atividade for a correta, porque o valor da reorganização supera o da liquidação, é preciso que fique claro como tal ganho deve ser dividido entre os que têm pretensões contra a sociedade.

Esse será, talvez, o ponto central das discussões entre credores das diferentes classes, e destes com o devedor. Se para alguns dos credores a perda decorrente da quebra da empresa em crise é quantificável e até previsível – por exemplo, a perda, ao longo de certo período, de lucros decorrente da queda na venda de produtos ou serviços até que novos clientes sejam encontrados –, para outros a perda poderá ser expressiva e de difícil mensuração.

Por exemplo, empregados especializados podem, ou não, ter facilidade em encontrar trabalho. Havendo facilidade na

uma parcela dos credores, gerando custos que superam os benefícios; particularmente, que os sócios têm incentivos fortes para agir de forma oportunista às expensas dos credores, especialmente porque, perto de uma situação de crise, aprovar operações de maior risco sobre projetos mais seguros, porém com menor valor presente líquido, transfere aos credores os efeitos perversos da decisão, porque, se o resultado for positivo, aumentará o valor do patrimônio social.

recolocação, o interesse desses credores na recuperação da empresa em crise pode ser baixo ou inexistir. Inversamente, se a recolocação for complicada, interessará a manutenção dos postos de trabalho ou a preservação das relações com essas pessoas ao longo do processo de recuperação – o que garante mais tempo para ocupação em outros locais ou setores.

Fornecedores que tenham feito investimentos específicos ainda não amortizados nem sempre terão facilidade para encontrar interessados no bem produzido. Alguns setores da economia, seja por conta de regulação que cria barreiras à entrada, seja porque oligopolizados, podem, igualmente, ser fonte de problemas para a manutenção do nível de atividade de alguns credores. Logo, essa classe de credores deliberará tendo em vista o interesse na sua própria atividade e na recuperação de custos e investimentos feitos.

Como, ao reunir interesses tão díspares, pode-se pretender que haja alguma homogeneidade entre os interesses e que as deliberações serão tomadas no mesmo sentido? Não estranharia que para esses credores a divisão do *surplus* possa interessar menos que a outros que com pequeno esforço conquistem novos mercados; que, talvez, aqueles estejam mais propensos a abrir mão de alguma coisa, agora para garantir a manutenção das relações negociais, que estes.

Como harmonizar esses interesses em um jogo que deveria ser de cooperação, quando as pessoas têm interesses nem sempre confluentes? Que estratégias podem ser desenhadas para que aqueles que teriam a possibilidade de extrair maiores ganhos se disponham a compensar os que, por hipótese, se sintam prejudicados? Haveria estratégias dominantes e dominadas?

Quem pensa em reunião ou assembléia-geral para deliberar sobre algum tema, parte da premissa de que o interesse de todos é homogêneo e que, ainda quando haja visões opostas sobre a melhor alternativa,

cabará à maioria escolhê-la. O critério da maioria visa a impedir o que se convencionou designar como “ditadura da minoria”, que pode bloquear decisões que interessem a parcela do grupo mas que ferem interesses ou posições de alguns poucos.

Evidencia-se que na assembléia de credores, porque os interesses podem não ser idênticos, é importante que todos os credores compreendam a proposta, que tenham informações adequadas para decidir, que fique demonstrado que, sendo os resultados projetados superiores aos da pura liquidação da atividade, argumentos contrários à sua aceitação podem representar estratégia de confronto para obter maiores vantagens.

Pensando em modelos de jogos de cooperação formulados em teoria dos jogos, e sabendo que cada jogador só obterá o máximo se cooperar com os demais, as estratégias disponíveis podem ser estreitadas. Imagine-se um grupo de jogadores de futebol. Se faltar cooperação, empenho de um ou alguns, o resultado da partida tende a ser ruim para o time; daí o incentivo para que todos se empenhem, independentemente de um apenas marcar o gol da vitória.

Razoável que se considere analisar o processo deliberativo assemblear sob a ótica da teoria dos jogos – o que, segundo David M. Kreps,<sup>5</sup> facilita compreender e prever o que ocorrerá diante de dado contexto econômico.

Esse o ponto central da questão das decisões tomadas em assembléias de credores. Mesmo que os vários interesses em jogo sejam distintos, não completamente homogêneos, que se possa supor que cada jogador tentará obter para si o maior *payoff*, dadas as estratégias disponíveis para os demais jogadores, resta saber que interesse tenderá a predominar: o da redução das perdas ou o da compensação futura pela

5. David M. Kreps, *Game Theory and Economic Modeling*, Oxford University Press, 2001.

continuidade das relações negociais, se a empresa for preservada.<sup>6</sup>

Dificuldades no formatar um jogo desse tipo dependem da credibilidade nas promessas (na viabilidade do plano), na reputação do formulador e dos fiscais de sua implementação, sobretudo quando a informação não for completa, perfeita, amplamente conhecida por todos os jogadores.

Também pode interferir na formulação de estratégias o duplo critério de aprovação das matérias – maioria dos créditos e de presentes, nos termos do *caput* do art. 45 e seu § 1º:

“Nas deliberações sobre o plano de recuperação judicial, todas as classes de credores referidas no art. 41 desta Lei deverão aprovar a proposta.

“§1º. Em cada uma das classes referidas nos incisos II e III do art. 41 desta Lei a proposta deverá ser aprovada por credores que representem mais da metade do valor total dos créditos presentes à assembléia e, cumulativamente, pela maioria simples dos presentes.”<sup>7</sup>

Assim, esses credores votam proporcionalmente ao montante do seu crédito, sendo a deliberação aprovada por maioria formada pelos valores dos créditos presentes. Logo, dependendo do poder do credor (leia-se “valor do crédito em relação ao conjunto de créditos presentes na reunião”) e da forma como venha a empregá-lo, pode fazer preponderar sua posição sobre os demais – o que é um tipo de estratégia. Independentemente da aprovação da deliberação baseada no valor dos créditos, deve ser

ainda corroborada pela maioria dos presentes; portanto, votação por cabeça.

Vale dizer que são duas aprovações simultâneas! Uma em razão do valor do crédito – e, nesse caso, a estratégia dos credores titulares de valores elevados prevalece sobre a dos demais – e outra em que as pessoas, sem levar em conta o montante da pretensão, se manifestam. Pode não haver coincidência de maiorias? Sem dúvida. O que fazer? Esta é uma ameaça crível que os titulares de créditos de maior valor detêm contra os demais? Talvez. Em face de maior absenteísmo dos pequenos credores, sim; caso contrário estar-se-á diante de um dilema quase sem solução. De todo modo, parece ser estratégia dominante a presença dos credores em todas as assembléias para tentarem influir sobre o sentido da deliberação; e isto precisa ser cuidadosamente avaliado por eles.

O curioso nessa forma mista de computar os votos é que aos credores por relações de trabalho e infortunística se confere voto por cabeça, e as deliberações são tomadas por integrantes dessa classe apenas; as classes que, em tese, deveriam votar com foco sobre aspectos econômicos podem chegar a impasses que adiam o procedimento e prejudicam a todos. Seria esse o elemento para estimular a cooperação?

Se compete aos credores analisar, aprovar ou rejeitar o plano de recuperação apresentado pelo devedor, se devem manifestar-se sobre formas de realização do ativo, se qualquer mudança ou fato que incida sobre seus interesses depende de aprovação, não estranha supor que aqueles credores melhor informados sobre os efeitos de cada uma das matérias tenderão a apresentar argumentos favoráveis às suas posições – o que levará à sua dominância sobre os demais, suas estratégias serão mais eficazes. E, exatamente porque têm informações de melhor qualidade, ou são mais hábeis no seu manejo, podem se aproveitar disso para agir de forma oportunista; seu domínio sobre a atividade, operações econômicas, administração de negócios, por exem-

6. A dificuldade está em que decisões majoritárias permitem que um grupo de pessoas possa combinar obter vantagens em detrimento ou às custas de outras. A teoria dos jogos não tem respostas únicas, não ambíguas, para tais situações.

7. Art. 38 da Lei 11.101/2005: “O voto do credor será proporcional ao valor de seu crédito, ressalvado, nas deliberações sobre o plano de recuperação judicial, o disposto no § 2º do 45 desta Lei, que, quanto aos créditos derivados da legislação do trabalho, determina voto por cabeça”.

plo, lhes permite extrair ganhos ou vantagens; outros credores os obterão mediante ameaças, provavelmente críveis, de recusar a aprovação do plano, do que resultaria a decretação da falência.<sup>8</sup>

Se, no que diz respeito à reorganização da empresa em crise, pode haver conflitos de interesses entre credores, no que se refere às formas de realização do ativo ficam menos evidentes. A confluência é mais acentuada; há nítida correlação entre o sucesso de medidas visando a concretizar venda(s) que produzam o máximo resultado e o montante a ser rateado entre todos, o que facilita a cooperação para aprovar modalidades de venda mais eficientes, que produzam resultados mais elevados.

Convém perguntar se esta solução seria a única estratégia de interesse de todos os credores: maximizar o produto da realização dos ativos. Há outros fatores que possam ou devam ser considerados? A resposta é *sim*, há outros elementos – como, por exemplo, o interesse dos trabalhadores em haver para si os ativos, enquanto os demais credores preferirão a liquidez da receita em moeda. O embate entre essas duas posições pode ser pensado como a busca de um jogo de cooperação e, sobretudo, dar espaço para a formulação de ameaças que, providas de credibilidade, aparecerão como forte incentivo que fará a balança pender para um ou outro lado.

O interesse comum entre credores é mais claro quando relativo às formas de realização do ativo; há nítida correlação entre

8. Nos Estados Unidos a legislação requer que, além dos credores, haja aprovação dos acionistas relativamente ao plano de reorganização. No Brasil a matéria está – entendo – referida na legislação societária de forma indireta. É que cabe aos acionistas manifestar-se, em assembleia extraordinária, sobre a proposta de reorganização da sociedade elaborada pelos administradores. Isso resulta do disposto no art. 122, IX, “autorizar os administradores a confessar a falência e pedir concordata”, que deve ser reinterpretado para “autorizar os administradores a propor plano de recuperação judicial ou confessar a falência”.

o sucesso de medidas visando a concretizar venda(s) que produzam o máximo resultado e o montante a ser rateado entre todos, o que facilita a cooperação para aprovar modalidades de venda mais eficientes. Entretanto, cabe indagar se esta solução seria a única estratégia de interesse de todos os credores: maximizar o produto da realização dos ativos. Há outros fatores que possam ou devam ser considerados? A resposta é *sim*, há outros elementos – como, por exemplo, o interesse dos trabalhadores em haver para si os ativos, enquanto os demais credores preferirão a liquidez da receita em moeda. O embate entre essas duas posições pode ser pensado como a busca de um jogo de cooperação e, sobretudo, dar espaço para a formulação de ameaças que, providas de credibilidade, aparecerão como forte incentivo que fará a balança pender para um ou outro lado.

Quando se trata de reorganização ou recuperação da empresa em crise, aos trabalhadores – ou a alguns deles – interessa manter os empregos; aos demais credores, manter em funcionamento aquela atividade interessa quando os benefícios (ganhos) de médio e longo prazos compensarem as perdas imediatas. Como estabelecer um jogo de cooperação? Que estratégias pensar para harmonizar interesses diferentes? Como, nas respectivas assembleias, e no conjunto, desenhar estratégias que mais de perto induzam os credores a aprovar o projeto de reestruturação da empresa?

A vantagem de transferir aos credores decisões que envolvem a preservação, ou não, da atividade da empresa em crise depende de como lidar com essas ameaças, como equacionar as relações internas nas assembleias de credores, como inibir comportamentos voltados para a obtenção de vantagens por alguns credores em detrimento dos demais e, sobretudo, coibir pressões indevidas ou capturas de certos credores menos informados.

A preservação de atividades não pode dar espaço para oportunismos, não deve

servir como paliativo na transferência de riscos aos credores, sob pena de aumento do custo do crédito, que, em última análise, é o que deve orientar as deliberações. Não se perca o leitor no argumento de alguns que vêm no *interesse social* fator que influirá na decisão de preservar a empresa em crise, ainda que falte o suporte econômico-técnico-financeiro para tanto, dadas a ilogicidade e irrazoabilidade de impor a particulares riscos econômicos que não atendem a parâmetros mínimos de economicidade.

Doutrina recente sobre a recuperação de empresas em crise e a competência das assembléias de credores<sup>9</sup> parte da premissa de que estes, os credores, estarão vinculados aos princípios regedores da lei, que “o credor não pode perpetrar o famigerado abuso de minoria e agir para atender, exclusivamente, ao seu próprio interesse”. Ora, é esse o ponto central da discussão. Ao modelar o jogo, sabe-se que para extrair cooperação é preciso demonstrar que os ganhos e perdas são equitativamente distribuídos entre todos os interessados; que, na hipótese de haver desequilíbrios na proposta, a compensação está prevista em algum momento e sob alguma forma. Que cooperar é melhor que não cooperar; faltando cooperação a falência será declarada, e as perdas, salvo cooperação na forma de realização do ativo, ocorrerão.

Também há que ressaltar que as deliberações são tomadas por maioria de créditos e pessoas presentes à reunião; logo, o voto dito minoritário não deve afetar o *quorum* de deliberação. A hipótese de voto minoritário alterar a direção das demais declarações prende-se ao poder de convencimento, aos argumentos oferecidos. E, se demonstrada a temeridade, a opção pelo risco de aumento das perdas, quando a deliberação for favorável à manutenção da

empresa em crise, não se vê, aí, abuso algum, apenas a demonstração da inviabilidade do plano e – mais grave – da inexistência de alternativas mais eficientes.

Comum, quando a crise se avizinha, que, à falta de sócios de responsabilidade solidária, administradores tendam a aprovar operações de maior risco, porque os efeitos, se negativos, serão transferidos para os credores; estimular ou manter atividades econômicas inviáveis, dados seus efeitos de segunda ordem, que aumentam o custo social de muitos para benefício de poucos.

Não se nega a possibilidade de abusos e, sobretudo, de ameaças que tornem complexa a aprovação do plano pelos credores. E uma das formas de coibir tais alegados abusos está clara na recuperação extrajudicial; aqui se prevê a possibilidade de impor a aceitação do plano de recuperação (*cram down*) a uma dada classe de dissidentes ou a um grupo de dissidentes na classe quando suas pretensões não sejam afetadas pelo projeto. Será que essa medida serve como instrumento para coibir comportamentos oportunistas ou o *rent seeking*?

Tudo depende do montante do crédito (ou dos créditos) dos dissidentes e, sobretudo, das estratégias que venham a adotar, da credibilidade das ameaças feitas. Imagine-se, a título de exemplo, que o tal credor seja o único fornecedor – tendo em vista questão de logística – de determinado insumo ou matéria-prima. Faltando esse bem, o resultado poderá ser a paralisação da atividade, por falta de matéria-prima, ou a saída do mercado, por aumento dos custos de produção, que levaria à não-colocação do produto no mercado. Poderia o Poder Público, ou mesmo o magistrado, impor a manutenção do fornecimento? Uma dada classe de credores pode recusar aprovar o projeto visando a obter maiores benefícios que serão extraídos das outras, recorrendo tanto à demora na aprovação do plano quanto no requerer a apresentação de plano mais eficiente, melhor.

9. Jorge Lobo, in Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Carlos Henrique Abrão (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, São Paulo, Saraiva, 2005, p. 85.

Convém ponderar, demais disso, que votam – aprovando, rejeitando ou modificando o plano – credores cujas pretensões sejam por ele modificadas (entenda-se “pio-radas”, “reduzidas”, com a imposição de perdas econômico-financeiras, alongamento de prazo de pagamento ou ambos), mas que podem estar presentes à reunião, e debater o plano, credores cujos direitos não venham a ser alterados. (art. 45, § 3<sup>o</sup>). Será que estes credores poderão trazer argumentos que mudem o curso dos debates? Ainda uma vez, isso que tem ver com a divisão do excedente. Mesmo com a preservação dos seus direitos, se forem previstos ganhos para outros credores, deixar de considerar que podem se insurgir seria imprudente.

O que incomoda é que a assembléia de credores não delibera de maneira uniforme porque os credores são divididos em classes que grupam ou reúnem créditos de natureza diferente, e isso tende a aumentar a falta de homogeneidade entre os interesses.

Segundo informa Osvaldo Biolchi, Relator do projeto na Câmara dos Deputados,<sup>10</sup> foi sua a inserção dos arts. 41 e ss., buscando distribuir, de forma democrática, os votos, de forma a que todas as classes tenham igual poder. E, logo em seguida, informa que, “se for acentuado o absentismo assemblear, tanto melhor para que um grupo coeso passe a exercer o poder de controle e delibere a sorte da empresa, e uma vez mais repetimos que a grande preocupação é com a recuperação da atividade e não tão-somente do crédito, embora tenha sua conotação de importância”.

Vê-se, do argumento do relator, que se pretende que grupos menores e mais ativos de credores definam a direção, o sentido do voto, na deliberação; e que se pressupõe que há claro intuito de preservar a atividade. Os dois argumentos são fracos, e dificilmente impedirão que – se alguém

perceber que dismantelar o negócio, realizar o ativo e transferir bens que, separados poderão ter maior valor no mercado, gerando maior retorno do que preservar a atividade – se evite a não aprovação do plano. A mesma noção de que há um interesse maior na preservação da empresa que na sua liquidação, que aparece no “voto minoritário abusivo”, na função social da empresa, emerge do argumento do relator.

Perde-se de vista o fato de que empresa é negócio econômico, que função social geradora de perdas contradiz a própria idéia que preside a modelagem dessa função. Operações econômicas devem ser analisadas sob a ótica de ganhos sociais e individuais (afinal, a Constituição da República explicita que o regime econômico do país é o capitalista), e sem apropriação privada dos resultados da atividade econômica não haveria incentivos para aceitar riscos de atuar em mercados.

Parece que o legislador de 2005, ao dividir os créditos em três classes, não tinha presente que as estratégias que cada uma delas pode escolher não as fazem homogêneas. Ao associar créditos com privilégios aos quirografários e subordinados, trata como se fossem idênticos, indiferenciados, os credores da classe III. Se credores titulares de privilégios deliberam com quirografários e subordinados, há de ser porque perderam o que os distinguia, a garantia – perda, essa, que representa ganho dos outros. Será que as estratégias desenhadas serão idênticas se houver discussão sobre a divisão do *surplus*? Mais provável que as estratégias que cada conjunto, artificialmente grupado, adotará gerem resultados imprevisíveis; embora deliberem em conjunto, há interesses específicos sobre o que o plano altera em relação a seu crédito.

A discordância a respeito do argumento é total, porque, ao dividir os credores em classes, o legislador parte do pressuposto de que haveria, entre os integrantes de cada uma delas, interesses da mesma natureza, homogêneos – o que, como se explicou atrás, pode ser falso, e em certos gru-

10. In Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Carlos Henrique Abrão (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, São Paulo, Saraiva, 2005, p. XVII.

pos não há como afastar essa percepção, por isso que se destacam a classificação e agrupamento dos credores segundo a natureza de seus créditos.

## 6. Conclusão

Retomando o argumento do professor Stanghellini, é preciso que haja divisão equitativa do *surplus* entre os envolvidos. Portanto, se o plano impuser perdas, elas não de ser distribuídas entre todos os credores, não recaindo sobre qualquer das classes de forma mais acentuada. Sobretudo, é preciso cautela para que os menos favorecidos – ou seja, os últimos, que recebem mais tarde – não sofram perdas apreciáveis e que os titulares de garantias e privilégios, assim como os trabalhadores, não sejam espoliados em suas pretensões de forma não-razoável. A contribuição de cada um, credores e devedor, para o bom êxito do projeto é essencial.

A percepção, talvez não bem focada na realidade, de que há interesse comum dos credores, que seria a preservação da empresa em crise, deve ser transposta para: há interesse comum entre credores de reduzirem as perdas; há interesse comum entre credores de receberem o máximo possível; há interesse de alguns credores em preservar relações negociais com o devedor, mas este pode não ser geral.

Se o escopo da lei for a tutela do crédito, se ficar claro que empresa é negócio econômico desenvolvido em mercados, que há vários centros de interesse, entre os quais o titular da empresa, o mais evidente, é preciso que não se transformem os demais centros de interesse, de trabalhadores, credores, consumidores dos produtos e/ou serviços ofertados, Fisco, em fatores que prejudiquem a circulação do crédito. Por isso que a continuidade da empresa deve ser analisada sob a ótica econômica, e a assembléia de credores, ao avaliar a viabilidade econômica da empresa, deve ser pautada pela preservação do crédito e sua circulação.

Comportamentos oportunistas, *rent seeking*, externalidades, podem existir, e devem ser coibidos pela demonstração de que sem justa divisão de benefícios e ônus, sem confiança, o desequilíbrio gerará reações indesejáveis, com resultados ruins para todos. Relativamente a estratégias, o que se evidencia é que cada interessado tentará desenhar a estratégia que melhor atenda a seus interesses, e o fará certo de que os demais agirão de igual maneira.

Resulta, então, que, se o plano de recuperação proposto afetar de maneira similar todos os créditos, isso lhe conferirá maior probabilidade de aprovação, pois as estratégias que visam a gerar vantagens para um ou alguns credores terão menor probabilidade de ser vencedoras.

Sobre a repartição equânime do excedente resultante da implementação bem sucedida do plano, reconheça-se a dificuldade de prever, *ex ante*, quanto será oferecido a cada classe de credores; mas ao menos os critérios de repartição devem ser previstos.

Sobre a análise, que é quase uma relação custo/benefício feita pelos interessados, sobre o que valem os ativos e o que vale o *going concern*, preservar a empresa e sua atividade, admite-se que cada um deles possa chegar a valores diferentes, assim como sobre a eficácia e validade do plano apresentado. Por isso que a decisão de submetê-lo a todos os credores elide uma dificuldade que é o fato de que, no mais das vezes, o plano não afetará a todos da mesma maneira e com a mesma intensidade, de sorte que, presentes à reunião, entabuladas as negociações, a probabilidade de se chegar a algum consenso majoritário ou a alguma forma menos pior de divisão dos ônus aumenta.

Com as ressalvas e cuidados, atenção para a criação de incentivos adequados será mais fácil induzir a cooperação, nada obstante os certos e sérios conflitos de interesses que possam emergir na disputa que envolve o futuro empresarial do devedor. Se, de outro lado, os incentivos e efeitos de se-

gunda ordem criarem externalidades que interessem a qualquer dos envolvidos que veja a oportunidade de obter vantagens, de dividir o *surplus* de forma a beneficiá-lo, estar-se-á diante de problema de difícil solução. O comportamento dos interessados – tanto o dos titulares de negócios em crise, que consideram ser o problema superável, quanto o dos credores, que aceitam em boa medida associar-se na empreitada de

preservar a atividade – é vital para que os resultados pretendidos pelo legislador sejam atingidos.

Está-se frente a um jogo em que as estratégias no que diz respeito à divisão dos ganhos é elemento importante na tomada de decisão e no qual aqueles menos vulneráveis e mais informados poderão obter vantagens sem que os remanescentes tenham muitos mecanismos de defesa.