

# A APROVAÇÃO DO PLANO DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS: UMA QUESTÃO DE ESCOLHA À LUZ DA TEORIA DOS JOGOS

## *THE APPROVAL OF THE REORGANIZATION PLAN: A MATTER OF CHOICE OF GAME THEORY*

**Oksandro Osdival Gonçalves**

Professor do Programa de Pós-Graduação em Direito (Mestrado/Doutorado) da Pontifícia Universidade Católica do Paraná (Curitiba/PR)

**Felipe de Poli de Siqueira<sup>1</sup>**

Mestrando do Programa de Pós Graduação em Direito Econômico e Socioambiental da Pontifícia Universidade Católica do Paraná (Curitiba/PR)

**RESUMO:** A superação da crise da empresa, por meio da recuperação tratada na Lei nº 11.101/2005, depende da escolha dos credores em aprovar ou rejeitar o plano de recuperação. A legislação incentiva estratégias e manobras entre os credores e as suas classes, que, na visão da teoria dos jogos, podem propiciar escolhas positivas ou negativas à coletividade. O Poder Judiciário e o devedor também têm seu papel fundamental nestas escolhas, as quais podem determinar a continuidade do negócio empresarial em esgotamento financeiro temporário e recuperável ou a falência. O objetivo

deste trabalho é analisar a interferência e as escolhas do devedor, dos credores e do Poder Judiciário na aprovação do plano de recuperação, sob o aspecto ótimo das estratégias econômicas maximizadoras dos interesses da coletividade e da eficiência econômica. A pesquisa se dará através do estudo do conjunto de elementos e conceitos da teoria dos jogos, mediante a verificação de legislação, pesquisa doutrinária, consulta de textos, artigos e obras condizentes ao tema pesquisado. Por fim, infere-se que a conduta dos agentes fica adstrita às relações internas das partes, em especial dos credores,

---

<sup>1</sup> Linha de Pesquisa: Estado, atividade econômica e desenvolvimento.

porém necessário tolher o oportunismo, as externalidades negativas e os custos de transação.

**PALAVRAS-CHAVE:** Recuperação de empresa; escolhas; teoria dos jogos; desenvolvimento econômico.

**ABSTRACT:** *Overcoming the crisis of the company, by retrieving treated in Law nº 11.101/2005 depends on the choice of lenders to approve or reject the reorganization plan. The legislation encourages strategies and maneuvers between lenders and their classes, which in the view of game theory, can lead to positive or negative collective choices. The Judiciary and the debtor also have their fundamental role in these choices, which can determine the continuity of business enterprise in temporary and recoverable financial exhaustion or bankruptcy. The objective of this work is to analyze the interference and the choices of the debtor, the creditors and the Judiciary in the approval of the recovery plan, under the great aspect of maximizing the interests of the community and economic efficiency economic strategies. The research will be through the study of the set of elements and concepts of game theory, by checking legislation, doctrinal research, consultation of texts, articles and researched the consistent theme works. Finally, it appears that the conduct of agents is enrolled internal relations of the parties, particularly creditors, but needed stunt opportunism, negative externalities and transaction costs.*

**KEYWORDS:** *Recovery company; choices; game of theory; development.*

**SUMÁRIO:** Introdução; 1 A recuperação judicial e a assembleia de credores; 2 O direito a voto dos credores na assembleia; 3 O plano de recuperação judicial e sua deliberação em assembleia; 4 *Cram down*; 5 A racionalidade, oportunismo e homogeneidade dos credores em assembleia: visão a partir da teoria dos jogos; 6 A escolha judicial no *cram down*; Considerações finais; Referências.

**SUMMARY:** *Introduction; 1 The judicial reorganization and creditors' meeting; 2 The right to vote at the meeting of creditors; 3 The judicial recovery plan and its decision in the assembly; 4 Cram down; 5 The rationality, opportunism and homogeneity of the creditors meeting: vision by game theory; 6 The judicial choice in cram down; Final considerations; References.*

## INTRODUÇÃO

Neste trabalho será abordado o conjunto de normas que levam ao processo de escolha a que estão sujeitos os agentes envolvidos no processo que visa à superação da crise econômico-financeira<sup>2</sup> do

<sup>2</sup> Para Fábio Ulhoa Coelho, "a crise da empresa pode manifestar-se de formas variadas. Ela é econômica quando as vendas de produtos ou serviços não se realizam na quantidade necessária à manutenção do

empresário através da recuperação judicial<sup>3</sup>, estabelecida na Lei nº 11.101/2005, aplicando-se alguns postulados da teoria dos jogos. A proposta legislativa é que se preserve a empresa, como organismo vivo, mantendo a prestação do serviço ou produção, os empregos e, com o giro empresarial voltando à normalidade, o pagamento dos créditos existentes<sup>4</sup>. E, como se verá, a recuperação é prerrogativa do devedor, na qual se estabelece um plano que pode ser aprovado ou rejeitado em deliberação na assembleia-geral de credores, objeto de análise dos capítulos 1, 2 e 3.

Para tanto, a lei especifica um quórum qualificado para aprovação da proposta apresentada pelo devedor. É neste ponto que surgem as estratégias de escolhas por parte dos envolvidos. Assim sendo, a racionalidade e o oportunismo dos agentes econômicos propõem um jogo de cooperação ou não cooperação, no qual vários fatores podem interferir no processo de escolha, tais como a heterogeneidade das classes de credores (que pode ser um problema), o tipo de meio de recuperação oferecido no plano, os prazos e as condições, entre outros fatores, como se verá no capítulo 4.

Verificar-se-á que as estratégias adotadas por um grupo ou subgrupo não são manobras fáceis a ponto de interferir nas escolhas dos demais, mas, na visão da teoria dos jogos, as escolhas podem ser meios de persuasão de uma classe por outra, propiciando um campo fértil para o interesse coletivo.

No capítulo 5, será objeto de análise o papel fundamental que o juiz pode ter na implementação da recuperação, porque a lei dispõe uma alternativa para o caso de não aprovação do plano em assembleia, desde que preenchidos alguns requisitos, ao que se denomina de *cram down*. Neste caso, desde que atendido um conjunto de requisitos, o plano não aprovado é submetido ao crivo do juiz,

---

negócio. É financeira quando falta à sociedade empresária dinheiro em caixa para pagar as obrigações. Finalmente, a crise é patrimonial se o ativo é inferior ao passivo, se as dívidas superam os bens da sociedade empresária” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 10. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2009. p. 232).

<sup>3</sup> Tecnicamente, a recuperação ou a falência é da sociedade empresária ou do empresário individual, mas neste artigo e em muitos momento na lei é utilizado o termo empresa. O termo empresa ainda é fruto de inúmeras discussões doutrinárias, ante a sua característica imaterial, padecedora de um conceito jurídico próprio e adstrito da economia. No entanto, não é o tema que se pretende tratar neste trabalho.

<sup>4</sup> BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência: comentada - Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005: comentário artigo por artigo*. 5. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008. p. 48.

que poderá conceder a recuperação judicial. Não há dúvida, em razão disso, que há uma interferência na esfera privada dos credores.

De mesma forma, no capítulo 6 será abordado se as escolhas do devedor, expondo ou não as condições em que se encontra (assimetria informacional), podem influenciar para a superação da crise da empresa, ressaltando-se, porém, que nem sempre as atitudes tomadas podem creditar a viabilidade do negócio.

Enfim, o trabalho enfrenta o processo de escolha racional dos agentes econômicos envolvidos no processo de recuperação a partir do conjunto normativo a que se sujeitam e que interfere profundamente neste processo. Assim sendo, procura-se, sob o prisma das adversidades e dos oportunismos, uma visão da teoria dos jogos na deliberação a respeito do plano de recuperação, arrematando pela primazia do interesse da coletividade.

## 1 A RECUPERAÇÃO JUDICIAL E A ASSEMBLEIA DE CREDORES

A recuperação judicial do empresário visa a impedir a falência e a preservar a ordem econômica, tendo como seu princípio mais importante a preservação da empresa, uma vez que esta é um grande plexo de relações jurídicas diretas ou indiretas, tais como as de trabalho, tributárias, comerciais, etc. É essa importância que fez com que o legislador regulasse o processo de superação da crise econômico-financeira da empresa. Nesse rumo, Marcos de Barros Lisboa<sup>5</sup> salienta que “[o] instituto da recuperação está baseado na constatação de que a reorganização eficaz dos negócios de uma empresa em dificuldade representa uma das principais formas de maximização do valor dos ativos e de proteção aos credores”.

Assim, o objetivo da lei é dar às empresas uma nova chance de continuar suas atividades no mercado, mas desde que sua manutenção seja economicamente viável. Portanto, propiciam-se com a recuperação menores perdas de bem-estar social, maximizando o resultado útil em prol não somente da empresa, mas de toda comunidade.

Para tanto, o legislador criou a recuperação judicial, que é um processo que permite ao empresário regular, atendidos os requisitos legais, apresentar um plano de recuperação baseado em diversos meios visando a sua reestruturação. Resumidamente, cumpridas as formalidades legais, o juiz suspenderá as ações e

---

<sup>5</sup> LISBOA, Marcos de Barros. A racionalidade econômica da nova lei de falências e de recuperação de empresas. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). *Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 43.

execuções pelo prazo de 180 dias (também denominado período de graça ou *stay*), o que dará tempo para a organização e negociação do plano de recuperação com os credores. Havendo ou não objeção de algum credor ao plano apresentado, o juiz convocará a assembleia-geral de credores para deliberar a respeito do plano de recuperação<sup>6</sup>.

Neste processo é de fundamental importância o papel da assembleia-geral de credores, âmbito no qual ocorrem as mais importantes decisões envolvendo o empresário em crise e o conjunto dos seus credores. Trata-se de um importante foro para os credores que, em certa medida, são os que conduzem o processo de recuperação. Em que pese o direito falimentar trafegue entre interesses de Direito Público e de Direito Privado, há um fato inexorável que é a prevalência dos interesses privados dos credores. A assembleia de credores, portanto, é soberana<sup>7</sup> e decide o rumo do processo recuperatório<sup>8</sup>.

Assim, a assembleia é uma forma importante de manifestação dos interesses dos credores e onde eles podem expor suas escolhas. Ocorre que há uma divisão da assembleia baseada em classes<sup>9</sup>, o que, somado a um conjunto de

<sup>6</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 210-211.

<sup>7</sup> Após uma fase em que essa soberania era incontestável, passou a jurisprudência, mais recentemente, a admitir que a deliberação tomada em assembleia esteja sujeita ao controle jurisdicional. A esse respeito: “[...] 1. Recurso especial, concluso ao Gabinete em 17.07.2013, no qual se discute a possibilidade e os limites do controle jurisdicional sobre os atos praticados pela assembleia-geral de credores no procedimento de recuperação judicial. Ação ajuizada em 27.01.2009. 2. [...] 4. Submete-se a controle jurisdicional a análise do preenchimento das condições prévias à concessão da recuperação judicial e das exigências legais relativas à elaboração e à aprovação do plano. Inteligência do art. 58, *caput*, da Lei nº 11.101/2005. 5. A proposta de recuperação apresentada pelo devedor – por disposição expressa constante dos arts. 45, § 1º, e 58, *caput*, da Lei nº 11.101/2005 – deve ser aprovada, na classe dos credores com garantia real, pela maioria simples daqueles que comparecerem à assembleia. Não sendo aprovado o plano na forma estipulada nos precitados artigos, a Lei nº 11.101/2005, em seu art. 58, § 1º, prevê a possibilidade de a recuperação ser concedida mediante a verificação de um quórum alternativo. A viabilização dessa hipótese, todavia, exige que o plano não implique concessão de tratamento diferenciado aos credores – integrantes de uma mesma classe – que tenham rejeitado a proposta (art. 58, § 2º, da LFRE). 6. [...]” (REsp 1388051/GO, 3ª Turma, Relª Min. Nancy Andrighi, J. 10.09.2013, DJe 23.09.2013).

<sup>8</sup> Na exposição de motivos do Decreto-Lei nº 7.661 usou-se como argumento para extinguir a assembleia de credores, o fato de a experiência ter demonstrado que ela não funcionava. No entanto, o instituto voltou como a principal inovação da Lei nº 11.101/2005.

<sup>9</sup> “A divisão da Assembléia de credores em classes tem lugar unicamente na colheita de votos. Durante a fase de discussão, o credor presente tem sempre direito a voz, ainda que a matéria deve ser votada numa instância classista a que não pertence.” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 150)

regras específicas, faz com que o processo de escolha se torne complexo, o que é agravado pelo processo de formação adotado pelo legislador que colocou em algumas classes credores com interesses divergentes<sup>10</sup>.

Como se verá adiante, a assembleia de credores possui um intrincado sistema de votação que pode alterar ou induzir o processo de escolha dos agentes econômicos envolvidos no processo de decisão pela aprovação ou não do plano de recuperação judicial.

## 2 O DIREITO A VOTO DOS CREDORES NA ASSEMBLEIA

Os credores que possuem direito a voto na assembleia<sup>11</sup> são aqueles que constam nas relações de credores apresentadas pelo devedor ou pelo administrador judicial, no quadro geral de credores, os que estejam habilitados formalmente (por ato do credor) ou arrolados pelo devedor ou administrador

<sup>10</sup> Fabio Ulhoa Coelho critica a disciplina das instâncias deliberativas expondo que, “ao distribuir os credores em classe, a lei incorreu num gravíssimo erro. Falo da inclusão, na mesma classe, dos credores quirografários e dos titulares de privilégio. Em tese, as classes deveriam agrupar os credores com interesses convergentes. O objetivo da divisão dos credores reunidos em Assembleia em classes é o impedir distorções na formação da vontade da comunhão. Se os créditos de maior importância pertencem a credores de uma certa classificação, a indistinção em classes levaria à prevalência dos interesses deles, nem sempre conciliáveis com os das demais. Pois bem, a reunião numa mesma classe de credores com interesses divergentes representa a negatividade desse objetivo. Os credores quirografários têm interesses diversos dos titulares de privilégio, especial ou geral. Enquanto estes últimos, exatamente por gozarem de preferência na falência, tendem a ser menos receptivos às propostas de alteração, novação ou renegociação de seus créditos no âmbito da recuperação judicial, os quirografários em geral se abrem mais facilmente a tais propostas. Isso porque a falência do devedor certamente impedirá que os quirografários tenham os seus créditos atendidos. Em outros termos, é muito diferente o risco de não recebimento do crédito que enfrentam os quirografários, de um lado, e os titulares de privilégio, de outro. O mais correto seria classificar os titulares de privilégio junto com os credores com garantia real. Há maior convergência de interesses entre esses credores do que entre qualquer um deles e os quirografários” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 150-151).

<sup>11</sup> Estabelece o art. 39 da Lei de Falências que terão direito a voto na assembleia-geral as pessoas arroladas no quadro geral de credores ou, na sua falta, na relação de credores apresentada pelo administrador judicial (publicada em edital com base nas informações e documentos colhidos nas habilitações e divergências apresentadas pelos credores, ou, ainda, na falta desta, na relação apresentada pelo próprio devedor (na qual se espera tenha a relação nominal completa dos credores, inclusive aqueles por obrigação de fazer ou de dar, com a indicação do endereço de cada um, a natureza, a classificação e o valor atualizado do crédito, discriminando sua origem, o regime dos respectivos vencimentos e a indicação dos registros contábeis de cada transação pendente, bem como a relação integral dos empregados, em que constem as respectivas funções, salários, indenizações e outras parcelas a que têm direito, com o correspondente mês de competência, e a discriminação dos valores pendentes de pagamento).

judicial, os admitidos ou alterados por decisão judicial e, inclusive, os credores que tenham reserva de importância<sup>12</sup> (Lei nº 11.101/2005, art. 39).

Poderá ocorrer, portanto, uma assembleia em um momento em que ainda não existe o quadro geral de credores; então, os aptos a votar serão aqueles relacionados no edital publicado pelo administrador judicial ou, ainda, aqueles apresentados pelo devedor anteriormente, dependendo do momento em que a assembleia se realizar. Em ambos os casos, existe o risco de um credor ser posteriormente afastado em virtude da inexistência de direito creditício ou incluído caso reconhecido seu crédito, o que pode alterar o resultado de uma deliberação em relação a outra subsequente. Imagine-se, por exemplo, que o credor quirografário X participou de uma assembleia, mas a impugnação contra seu crédito foi posteriormente acolhida. Na próxima assembleia, salvo decisão liminar que autorize o exercício do direito de voto, o credor quirografário X deixará de votar e isso altera o quórum para decisão. Logo, o direito a voto vai depender do momento processual em que ocorrer a assembleia-geral de credores.

Além disso, existem credores que não se submetem aos efeitos da recuperação judicial (Lei nº 11.101/2005, art. 49, § 3º), mas podem participar da assembleia ainda que não possam computar quórum ou votar (Lei nº 11.101/2005, art. 39, § 1º). Neste caso, pode-se imaginar que a participação envolva ao menos o exercício do direito de voz, ou seja, é possível que credores não sujeitos aos efeitos da recuperação interfiram no processo decisório mediante um processo de argumentação que certamente levará em consideração seus interesses individuais que poderão, contudo, repercutir sobre os interesses da coletividade de credores sujeita aos efeitos da recuperação.

Saliente-se que as deliberações da assembleia-geral de credores não se invalidam em razão de posterior decisão judicial acerca da existência, quantificação ou classificação de créditos, isso porque a “[...] lei visa conferir segurança às deliberações assembleares. Se tais decisões pudessem interferir no resultado de assembleia passadas, o processo de recuperação judicial estaria exposto a significativos entraves”, segundo esclarece Fábio Ulhoa Coelho<sup>13</sup>;

<sup>12</sup> Os credores que tenham reserva de importância têm uma plausibilidade grande de serem efetivamente declarados como credores, como, por exemplo, os credores trabalhistas ou de créditos em discussão. Desse modo, o legislador deu o direito de voto a estes credores devido a plausibilidade da existência do crédito, dando, assim, uma justificativa de ordem teleológica à questão.

<sup>13</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 145.

todavia, ficam ressalvados os direitos de terceiros de boa-fé, respondendo os credores que aprovarem a deliberação pelos prejuízos comprovados causados por dolo ou culpa.

## 2.1 O DIREITO DE VOTO SEGUNDO A MATÉRIA

Além da alocação dos credores em classes que nem sempre possuem interesses convergentes, para exercício do direito de voto a lei define, ainda, critérios diferentes de votação segundo a matéria objeto da deliberação.

Como regra geral, o voto do credor será proporcional ao valor de seu crédito quando não envolver a votação do plano de recuperação judicial ou forma alternativa de alienação do ativo na falência (Lei nº 11.101/2005, art. 38).

Os titulares de créditos trabalhistas votam com o total de seu crédito, independentemente do valor (Lei nº 11.101/2005, art. 41, § 1º). Todavia, quando a matéria em deliberação for o plano de recuperação, o critério se altera. Os credores trabalhistas passam a votar *per capita*, ou seja, o valor deixa de ser importante nesse momento. A resposta para esta opção do legislador é de que o detentor do crédito trabalhista não pode se representar pela sua quantia esperada, que é definida por outros fatores, tais como tempo de serviço e cargo exercido na empresa, o que poderia elitizar o crédito trabalhista caso o valor fosse utilizado como critério primordial, privilegiando os empregados gerenciais e de diretoria de uma empresa em detrimento dos trabalhadores de créditos menores<sup>14</sup>.

Além disso, os titulares de créditos com garantia real votam como tal até o limite do valor do bem gravado, sendo que pelo restante do valor de seu crédito o peso do voto passa para a classe dos credores quirografários (Lei nº 11.101/2005, art. 41, § 2º). Assim, por exemplo, caso uma instituição financeira, credora com garantia real, tenha como crédito 500 mil reais e uma garantia real de 300 mil reais, seu crédito será de garantia real para 300 mil reais, enquanto o restante, 200 mil reais, fará parte do crédito quirografário e ele poderá votar novamente, mas como esse valor nessa classe.

Finalmente, existem os credores quirografários, de privilégio geral, de privilégio especial e os subordinados, dos quais aos últimos pode ser negado o direito de voto, ou seja, na hipótese de o credor subordinado ser sócio do devedor,

<sup>14</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 212.



a ele não será dado o direito de voto em assembleia, conforme estabelece o art. 43 da Lei nº 11.101/2005.

Como é possível verificar, a votação em assembleia é um processo complexo para a maioria dos credores, especialmente os trabalhistas e quirografários que, comumente, possuem pouca experiência nesse tipo de processo judicial. Além disso, os critérios disformes fazem com que a alocação informacional e o processo de escolha possam ser conduzidos pelos credores melhor informados ou com maior conhecimento sobre a matéria, influenciando, assim, a decisão final da assembleia.

## 2.2 O VOTO ABUSIVO DO CREDOR

Outra questão pertinente diz respeito ao voto abusivo, pois os credores atendem aos seus próprios interesses, heterogêneos como se verá, mas as eventuais sanções decorrentes do abuso no exercício de tal direito não foram contempladas na Lei nº 11.101/2005. O fato é que caberá ao magistrado, no caso concreto, identificar as hipóteses de abuso do direito de voto, impondo as sanções com aplicação sistemática das demais leis civis e penais que punem o fenômeno<sup>15</sup>.

Como foi possível demonstrar, a composição da assembleia de credores é feita por classes de credores, computando-se o voto segundo o valor ou, ainda, segundo o valor e *per capita* (Lei nº 11.101/2005, art. 45), dependendo do conteúdo da matéria a ser deliberada, ou, ainda, segundo um percentual, no caso de votação que envolve a forma alternativa de realização do ativo na falência (Lei nº 11.101/2005, art. 46).

Assim, o voto abusivo ganha contornos mais complexos porque é difícil identificá-lo. A discussão em torno da matéria é atual porque recentemente os Tribunais passaram a manifestar-se sobre o voto abusivo. Em algumas manifestações, o caso vivenciado tinha apenas um credor na classe e seu voto foi contrário à aprovação do plano. As decisões consideraram esse voto abusivo, o que é incongruente na medida em que não se pode tolher o direito do credor único votar contrariamente ao plano porque, a contrário sensu, é como se o credor único fosse obrigado a aprová-lo, e isso não é algo que conste da lei ou que se possa fazer no âmbito dos interesses privados.

<sup>15</sup> ESPINDOLA, Amanda Vilarino. *Do abuso de direito de voto em assembléia geral de credores no processo de recuperação judicial*. Dissertação de Mestrado. Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos, 2010.

Portanto, o voto abusivo ainda carece de maior enfrentamento, embora mereça, desde já, esta nota de esclarecimento.

### **3 O PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL E SUA DELIBERAÇÃO EM ASSEMBLEIA**

#### **3.1 O PLANO DE RECUPERAÇÃO E SUAS CONDIÇÕES**

Quando deferido o processamento da recuperação judicial, o devedor deverá apresentar o plano de recuperação no prazo improrrogável de 60 dias contados da publicação da decisão. Este plano, segundo Rubens Approbato Machado<sup>16</sup>, deverá discriminar a situação econômico-financeira, quais os meios para a superação da crise e, principalmente, demonstrar que o negócio é viável economicamente.

Embora o plano seja de livre confecção pelo devedor, existem critérios legais obrigatórios que precisam ser respeitados. No caso dos trabalhistas, o plano deverá prever um prazo máximo de 1 ano para o pagamento dos créditos trabalhistas e, ainda, deverá constar que no máximo até 30 dias após a aprovação do plano haverá o pagamento, no limite de 5 salários-mínimos por trabalhador, das verbas estritamente salariais (Lei nº 11.101/2005, art. 54). Essa condição favorecida para os trabalhistas altera o estímulo para votação na assembleia do plano, porque, como o prazo é curto em comparação com os demais, parece crível que eles votem pela aprovação do plano e não pela rejeição.

#### **3.2 O QUÓRUM ESPECIAL DE DELIBERAÇÃO SOBRE O PLANO DE RECUPERAÇÃO**

O critério de votação do plano de recuperação é diferenciado das demais deliberações assembleares, pois todas as classes de credores<sup>17</sup> deverão aprová-lo.

Na classe I, a votação deixa de ser com base no valor do crédito e passa a ser pautada por cabeça. Nas classes II e III, o voto é cumulativamente por cabeça e pelo valor do crédito. Assim, é possível que os credores obtenham a maioria necessária por cabeça, mas não pelo valor do crédito. A justificativa para essa escolha do legislador parece ser buscar o equilíbrio entre os vários membros

<sup>16</sup> MACHADO, Rubens Approbato (Coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 112.

<sup>17</sup> Art. 41 da Lei nº 11.101/2005: “A assembléia-geral será composta pelas seguintes classes de credores: I – titulares de créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho; II – titulares de créditos com garantia real; III – titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinados”.

da classe, equivalendo em importância credores maiores e menores que podem exercer pressão mesmo tendo um valor de crédito insuficiente para fazer frente aos credores com maior valor de crédito.

Ainda nas classes II e III, o credor com garantia real pode votar duas vezes, porque o saldo do crédito que superar o valor do bem dado em garantia real é deslocado para a classe de credores quirografários. Assim, o credor com garantia real (classe II) terá o direito de votar *per capita* e por valor também na classe dos quirografários (classe III). Ocorre que, neste caso, parece óbvio que o credor com garantia real determinará seu voto na classe III segundo os interesses da classe II, que lhe é mais proveitosa.

Fundamentalmente, há duas observações a serem feitas. A primeira delas diz respeito à união dos critérios qualitativo e quantitativo, com exceção da classe dos trabalhadores. Ao analisar a questão, Armando Catelar Pinheiro e Jairo Saddi<sup>18</sup> apontam uma dificuldade grande para a aprovação do plano:

Há, como se supõe, a suspeita de que nenhum plano de recuperação, por melhor que seja, conseguirá aprovação. Não apenas porque o critério de aprovação por classe (maioria simples, ou maioria simples mais credores por valor; ou maioria simples mais números de presentes) força qualquer proposta seja aprovada somente por unanimidade na assembléia, mas também porque haverá o comportamento *oportunist*a daquele tipo de “chantagista”. Em outras palavras, a necessidade de que a proposta seja aprovada por classe (com critérios diferentes), considerando a existência de interesses muito conflitantes e divergentes, ameaça, na assembléia, inviabilizar a aprovação de qualquer proposta.

Apesar da crítica *supra*, empiricamente constata-se que a suspeita não se concretizou porque, na sua maioria, os planos têm sido aprovados. Uma das justificativas para essa postura não é animadora, porque, em parte, deve-se ao fato de os credores serem omissos quanto ao plano de recuperação e por preferirem um “mal acordo” a uma falência de resultado incerto e moroso.

<sup>18</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 218.

A segunda observação é quanto à ordem de apresentação das propostas de recuperação pelo devedor. Dependendo da ordem de exposição feita aos credores, sendo a decisão tomada por voto majoritário, poderá ser escolhida uma ou outra<sup>19</sup>. Tomando como esquema o quadro desenvolvido por Fábio Nusdeo<sup>20</sup>, suponham-se as três classes de credores, às quais sejam submetidas três proposições de planos de recuperação (*A*, *B* e *C*), sendo que cada classe ordenará hierarquicamente as referidas propostas de planos de recuperação segundo suas preferências, ter-se-á o seguinte esquema:

Classes de Credores	Ordem das Preferências por Plano
Classe dos credores trabalhistas	A - B - C
Classe dos credores com garantia real	B - C - A
Classe dos credores quirografários	C - A - B

Verifica-se que para qualquer votação todas as propostas podem ganhar ou perder, pois a proposta *A* é preferida ao *B* por uma maioria de dois terços, tanto pela classe dos credores trabalhistas como pela dos quirografários; *B* é preferida a *C* também por maioria por dois terços, tanto pela classe dos credores trabalhistas como pela dos credores com garantia real; e *C* é igualmente preferida a *A* pela mesma margem, eis que é eleita preferencialmente tantos pelos credores com garantia real como pelos quirografários.

Assim, revela-se uma intransitividade que torna impraticável qualquer escolha hábil a expor efetivamente as preferências de cada classe de credores. Porém, essa situação não significa a impossibilidade de existir uma decisão factível pelos credores<sup>21</sup>. Exemplificando, se as votações forem colocadas em chaves eliminatórias e, neste caso, em dois turnos, poder-se-ia submeter às classes eleitoras para uma decisão eliminatória as propostas *A* e *B*, vencendo, como visto *supra*, a proposta *A* em detrimento da *B*. Em seguida, apresentam as propostas *A* e *C*, com a escolha definitiva da *C*. Há que se ressaltar que a

<sup>19</sup> Idem, p. 219.

<sup>20</sup> Fábio Nusdeo, ao tratar do poder e da máquina burocrática, as quais podem conduzir o processo de edição de medidas de acordo com suas preferências ou com as dos grupos de pressão que os tenham influenciado, propõe um esquema de proposições a serem escolhidas por indivíduos ou grupos, que, neste trabalho, é utilizado como parâmetros na escolha de planos de recuperação pelos credores em assembleia (NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, p. 219-220).

<sup>21</sup> NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, p. 220.

proposta *B*, eliminada em primeiro turno, é preferida de dois terços a *C*, por duas das classes de credores.

Constata-se, portanto, que o resultado poderia ser diverso caso a ordem de apresentação das propostas para votação fosse outra, como, por exemplo, começando entre as propostas *A* e *C*, onde a *C* predominaria em primeiro turno, e, quando confrontada com a *B*, esta seria a vitoriosa. Ora, tem-se outro aspecto a ser levantado, que é, segundo Fábio Nusdeo<sup>22</sup>, “o poder de que passa a dispor, em situações da espécie, a pessoa ou o grupo encarregado de preparar a agenda de votação, pois poderá organizá-la de tal forma a conduzir ao resultado desejado ou adrede encomendado”.

Além disso, os critérios de votação podem sofrer alteração em razão da reclassificação dos saldos de alguns credores como quirografários. No caso do crédito com garantia real, o valor que exceder o montante da garantia é reclassificado como quirografário. Assim, em uma assembleia o credor pode votar duas vezes, na primeira como garantia real e na segunda como quirografário. Sendo ele um credor de um crédito expressivo, podemos ter uma situação em que ele, ao menos no critério valor, poderá ser o maior em duas classes, a de garantia real e a de quirografário. Portanto, somente o voto individual (*per capita*) poderá impedir sua aprovação ou rejeição dado que o critério é cumulativo.

Outro fator que pode gerar distorção no processo de escolha é a concessão de liminares para garantir o direito de voto em uma classe ou em razão de um valor. O legislador fez uma escolha ao optar por um sistema em que não se suspende a assembleia, mas que pode garantir liminarmente o direito de voto (Lei n° 11.101/2005, arts. 39, § 2º, e 40). A escolha foi pela celeridade em detrimento da segurança; logo, a lei permite o erro na assembleia para o caso de um credor ser incluído em uma classe ou por um determinado valor liminarmente, mas posteriormente, no mérito, conclui-se que ele não é credor daquela classe ou valor.

Desta forma, devido à interferência do próprio devedor, do Poder Judiciário ou de uma classe (ou de alguns credores em especial), a aprovação do plano de recuperação poderá ser contrária às perspectivas da coletividade. Ou seja, a manipulação da votação por alguns interesses adversos ao da coletividade pode induzir a escolhas inapropriadas.

<sup>22</sup> Idem, p. 220.

#### 4 CRAM DOWN

A Lei nº 11.101/2005, em seu art. 58, estabeleceu um critério alternativo ao do art. 45, que permite o deferimento da recuperação judicial pelo juiz, se o devedor, na mesma assembleia, obtiver cumulativamente o seguinte:

1. O voto favorável de credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes à assembleia, independentemente de classes;
2. A aprovação de 2 (duas) das classes de credores nos termos do art. 45 desta Lei ou, caso haja somente 2 (duas) classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos 1 (uma) delas;
3. Na classe que o houver rejeitado, o voto favorável de mais de 1/3 (um terço) dos credores, computados na forma dos §§ 1º e 2º do art. 45 desta Lei;
4. Desde que não implique tratamento diferenciado entre os credores da classe que o houver rejeitado.

Este instituto é denominado no Direito norte-americano de *cram down*, e no sistema falimentar brasileiro corresponde a hipótese em que o juiz poderá conceder a recuperação judicial com base em plano que não obteve aprovação, mas desde que sejam observados os requisitos cumulativamente.

Sendo assim, no processo de escolha os credores também precisam avaliar a possibilidade de o plano não ser aprovado em assembleia, mas reunir os requisitos legais necessários para ser apreciado pelo juiz. Neste caso, é muito difícil que o juiz decida pela falência, porque os critérios estabelecidos estão tão próximos daqueles previstos para a aprovação em assembleia que o farão decidir pela recuperação judicial, uma vez que para ela o princípio da preservação da empresa tem um sentido mais amplo que no caso de uma falência.

#### 5 A RACIONALIDADE, OPORTUNISMO E HOMOGENEIDADE DOS CREDORES EM ASSEMBLEIA: VISÃO A PARTIR DA TEORIA DOS JOGOS

A legislação pertinente à recuperação judicial deve se preocupar com os incentivos para induzir os comportamentos das partes envolvidas, maximizando o bem-estar geral, realizando (ou pelo menos tentando) a alocação de recursos de forma eficiente. Neste sentido, o comportamento e a expectativa dos credores

são fundamentais para a eficiência de um processo de recuperação<sup>23</sup>. Espera-se, com isso, o andamento do processo de recuperação, sobretudo de sua aprovação, livre de oportunismos<sup>24</sup>, o que nem sempre é possível<sup>25</sup>.

Assim, segundo Fernando Silva a lei não foi eficiente na distribuição dos riscos entre os credores, fazendo com que o processo de escolha se baseie mais em critérios meramente econômicos<sup>26</sup>:

<sup>23</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 224.

<sup>24</sup> “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 exemplo, 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.” (SZTAJN, Rachel. Notas sobre as assembleias de credores na lei de recuperação de empresas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XLIV, n. 138, p. 53-70, abr./jun. 2005. p. 65-66. In: HORST, Juliana Brandão de Melo. *Poder de deliberação dos credores na assembleia de recuperação judicial*. Dissertação de Mestrado. Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos, 2011. p. 40)

<sup>25</sup> “O comportamento e a expectativa dos credores são, pois, fatores fundamentais para que o processo falimentar seja eficiente. Mais isso nem sempre é possível. Por exemplo, em geral é melhor vender o negócio do devedor como um todo (que tende a valer mais) do que fatiá-lo. No entanto, na medida em que lutam individualmente para reduzir a sua perda com a falência, os credores criam um problema com a ação coletiva, prejudicando o interesse coletivo: não pretendem preservar o negócio a não ser para receber aquilo que lhe é devido, e, em geral, há muita ansiedade – e pressa – na pressuposição de que, se não receberem logo – e os demais receberem, muito pouco (de ativos) restará para ser honrado. Daí porque, apesar de ser uma solução inferior, recorre-se à realização de ativos aos pedaços, à ‘liquidação de ativos’ às pressas, e quase sempre com concorrentes (que não são credores) ávido pela quebra da empresa ou para adquirir em leilão seus ‘restos mortais’, reduzindo o valor de mercado do negócio. Poucos tem a visão racional (e mesmo o desprendimento) de considerar o negócio como um todo em prol de terceiros; gera-se, com isso, a dificuldade entre consenso e sacrifícios. E o conflito entre todos os participantes é latente porque não se pode mudar a estrutura das obrigações e créditos sem a anuência de cada um dos credores (por exemplo, com relação aos credores com garantia, os procedimentos especiais e próprios já estão dados e definidos anteriormente por lei). É por essa razão que um credor com garantia quer apenas liquidar a sua garantia e receber seus recursos; daí se entende a importância de mecanismos como o período de *stay* [suspensão do curso da prescrição e de todas as ações e execuções em face do devedor pelo prazo de 180 dias] na recuperação. O processo de recuperação baseia-se num período em que nenhum ativo pode ser vendido e nenhuma ação pode ser intentada contra o devedor.” (PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 224-225)

<sup>26</sup> SILVA, Fernando César Nimer Moreira da Silva. *Incentivos à decisão de recuperação de empresa em crise: análise à luz da teoria dos jogos*. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009. p. 35.

O principal incentivo que condiciona o comportamento dos agentes é o valor total obtido ou perdido com a negociação sobre os créditos devido, apurado ao final do procedimento concursal. A LREF [Lei nº 11.101/2005] não é capaz de realizar a distribuição equitativa de riscos entre os jogadores e também não consegue compatibilizar os interesses em conflito, pois estes são condicionados pelos direitos de propriedade, informações privadas detidas pelas partes, poder de negociação, proibições legais, modelos mentais e limitações cognitivas dos agentes.

Contudo, considerando que o comportamento dos credores é racional<sup>27</sup> e oportunista<sup>28</sup>, dentro de um ambiente de risco e incerteza, suas escolhas são adotadas a partir de suas preferências, ainda que haja restrições quanto à possibilidade de avaliar com precisão a crise da empresa e sua superação. Em última análise, os credores buscam maximizar seus próprios interesses através de uma relação entre custos e benefícios.

Outro aspecto importante é que as classes de credores quase sempre são grupos heterogêneos, sem uma prévia organização e que tendem a não tomar decisões que maximizam os ganhos da coletividade<sup>29</sup>. Não obstante, os critérios adotados para a constituição das assembleias de credores pela Lei nº 11.101/2005 podem levar à formação de grupos com preferências heterogêneas<sup>30</sup>.

Destarte, se dentro de uma classe as preferências individuais forem homogêneas, admite-se que cada credor, agindo de forma a maximizar resultados particulares, está também buscando o benefício máximo para aquela classe. Por outro lado, caso os indivíduos de uma classe decisória tenham preferências antagônicas, a maximização coletiva pode ser negada parcialmente

---

<sup>27</sup> O critério de racionalidade utilizado é o da racionalidade limitada, na qual o agente não detém todos os meios e características para uma racionalidade plena.

<sup>28</sup> O agente oportunista é aquele que busca o interesse próprio, com o uso de meios ardilosos, enganando, dissimulando ou confundindo outra pessoa.

<sup>29</sup> SILVA, Fernando César Nimer Moreira da Silva. *Incentivos à decisão de recuperação de empresa em crise: análise à luz da teoria dos jogos*. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009. p. 63-64.

<sup>30</sup> BAROSSO FILHO, Milton. As assembleias de credores e plano de recuperação de empresas: uma visão pela teoria dos jogos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XLIV, n. 137, p. 233-234, jan./mar. 2005.



ou totalmente<sup>31</sup>. Frise-se que caso a heterogeneidade seja completa, em que os credores possuem estratégias puramente individuais, não há possibilidades de aprovação da recuperação.

Partindo-se destes pressupostos, ver-se-á a questão da aprovação do plano de recuperação pela teoria dos jogos, conceituada por Armando Catelar Pinheiro e Jairo Saddi<sup>32</sup>:

Quando dois (ou mais) indivíduos interagem e suas ações se baseiam naquilo que esperam ou desejam que os outros façam, existe o que se denomina “comportamento estratégico”. Quando isso ocorre, a interação entre eles pode ser tratada como um jogo. Em tal situação, a teoria dos jogos analisa e ajuda a prever as estratégias racionais desses indivíduos a partir da definição de quais são as regras do jogo. Os estudiosos de Direito & Economia utilizam a teoria dos jogos para estudar como as empresas interagem, dadas as normas legais, e para entender como elas influenciam seu comportamento estratégico, como agentes econômicos ou como partes em litígios de diversos tipos.

Ao prever ou ajudar a entender o comportamento das pessoas, a teoria dos jogos auxilia o Direito, em seu papel de indutor de condutas, a auto-avaliar-se e a identificar formas de melhorar a sua eficácia e a sua eficiência.

[...] pela teoria dos jogos, os comportamentos não são ditados, mas sim influenciados pela norma legal, visto que, em certas circunstâncias, pode ser racional ir contra ela. Além disso, a lei pode permitir mais de um tipo de comportamento, e a escolha de qual será seguido pode depender da interação entre os indivíduos. De acordo com esse enfoque, a lei funciona mais como condição básica e necessária do que como condição suficiente para definir o comportamento humano, sobretudo se

<sup>31</sup> Idem, p. 234.

<sup>32</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 218.

considerarmos que o fenômeno jurídico é sempre mais amplo e abrangente que a mera letra da norma.

Entre os arquétipos criados para ilustrar a teoria dos jogos, trazemos o dilema<sup>33</sup> do prisioneiro, que é o melhor e mais simples exemplo de um jogo não cooperativo criado por Albert William Tucker. O modelo proposto pelo autor traz uma situação de conflito extremamente comum. Veja-se: dois criminosos são presos e encaminhados à delegacia. Separados por cela e incomunicáveis, o delegado verifica que não há provas suficientes para delatá-los pelo crime de latrocínio (roubo seguido de morte), mas somente pelo de roubo. Assim, o delegado estabelece em separado para ambos os criminosos o seguinte: i) Se um deles, confessando, testemunhar contra o outro e esse outro permanecer em silêncio, sem acusação, o que confessou sai livre enquanto o cúmplice silencioso cumpre 10 anos de prisão; ii) Se ambos não se acusarem, a polícia só pode condená-los a 6 meses de cadeia cada um; e iii) Se ambos traírem o comparsa, cada um leva 5 anos de cadeia. Com isso, chega-se à tabela a seguir:

	<b>Criminoso "B" acusa</b>	<b>Criminoso "B" não acusa</b>
<b>Criminoso "A" acusa</b>	5 anos/5 anos	Livre/10 anos
<b>Criminoso "A" não acusa</b>	10 anos/Livre	6 meses/6 meses

A melhor estratégia individual é acusar, já que assim terá sua pena reduzida pela metade, independentemente do que o outro fizer. Por outro lado, a melhor estratégia de cooperação (e isso não é possível, diante da falta de comunicação entre os criminosos) é ninguém acusar ninguém, fato que lhes deixa na cadeia por 6 meses.

Percebe-se que o dilema é precedente de um risco, no qual os agentes têm o objetivo de livrar-se da prisão. Porém, na expectativa de que predomine o interesse coletivo, geralmente os criminosos preferem blefar e acusar o outro. Evidente que, se der certo, o acusador será solto e o comparsa ficará preso. Explorando sobre a ética e da perspectiva da cooperatividade entre os agentes, Amartya Sen<sup>34</sup> expõe que,

no dilema do prisioneiro, cada pessoa tem uma estratégia individual "estritamente dominante", ou

<sup>33</sup> Dilema é a situação em que é apresentado um dado problema que impõe uma decisão difícil ao final. Não se observam no dilema uma única solução e respostas precisas, já que se parte da noção de múltiplas escolhas. Sobre o tema ver: PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 172.

<sup>34</sup> SEN, Amartya Kumar. *Sobre ética e economia*. 1. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1999. p. 98.

seja, independentemente do que as outras vierem a fazer, os objetivos de cada pessoa são mais bem atendidos seguindo-se essa estratégia dominante (e “orientada pelo próprio objetivo”). Ao mesmo tempo, os objetivos de todos teriam sido respectivamente mais bem atendidos se houvessem seguido uma estratégia diferente (e mais cooperativa). Dada a escolha, “orientada para o próprio objetivo”, está claro que cada pessoa de fato seguirá a estratégia não cooperativa, e portanto todas terminarão em uma situação inferior à que obteriam com a estratégia cooperativa.

Então, na perspectiva da deliberação do plano de recuperação da empresa em crise, há o envolvimento de dois ou mais agentes (jogo) que, obrigatoriamente, coloca todos os grupos de interesses a ela vinculados (jogadores) para decidirem pela aprovação ou rejeição do plano (estratégias). A escolha de aderir ou não ao plano é uma estratégia que será adotada pelos credores em razão das informações e dos benefícios que vislumbrarem, fatores estes que dão subsídios a uma decisão racional<sup>35</sup>.

O plano de recuperação, neste prisma, tende a ser um jogo cooperativo<sup>36-37</sup>, no qual os jogadores podem maximizar seus interesses se colaborarem uns com os outros. Ainda, tal cooperação poderá se organizar em grupos com interesses convergentes, sendo, então, denominados de jogos de coalizão. No caso da recuperação judicial, a expectativa é que a escolha dos grupos (coalização)

<sup>35</sup> HORST, Juliana Brandão de Melo. *Poder de deliberação dos credores na assembléia de recuperação judicial*. Dissertação de Mestrado. Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos, 2011. p. 34-35.

<sup>36</sup> “Há jogos cooperativos e não-cooperativos. A cooperação existe quando os jogadores podem negociar entre si, planejando estratégias em conjunto. O jogo é não-cooperativo quanto tal negociação não é possível. Ronaldo Fiani define jogo não-cooperativo como aquele no qual os jogadores não podem estabelecer compromissos com garantia de cumprimento. A cooperação pode ocorrer antes do jogo, por meio da coordenação de estratégias, ou durante o jogo, por meio de ‘pagamentos colaterais’, acordos entre os jogadores para dividir ganhos e induzir a cooperação. Se houver a formação de coalizão entre os jogadores, há jogo cooperativo entre os membros que a compõem e jogo não cooperativo entre a coalizão e os demais jogadores.” (SILVA, Fernando César Nimer Moreira da Silva. *Incentivos à decisão de recuperação de empresa em crise: análise à luz da teoria dos jogos*. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009. p. 41)

<sup>37</sup> Nada obsta que a crise da empresa seja um jogo não cooperativo e de informações imprecisas, existindo incerteza sobre a divisão de ganhos e a ineficiência da empresa. Contudo, para o presente estudo adotamos uma empresa em crise é viável e eficiente economicamente, situação em que é possível a aprovação da sua recuperação pelos credores.

conduza pela aprovação do plano apresentado na assembleia de credores<sup>38</sup>. Nesta última hipótese, a cooperação é parcial, porque os credores do grupo de coalização precisam apenas dos votos necessários para formar a maioria interna da classe a que se vinculam para, assim, vencerem a deliberação. Portanto, no processo de escolha podem ter que optar por unir-se a parte dos credores para a formação da decisão que melhor se amolde à escolha tomada, ou seja, a escolha do agente individualmente considerada depende da escolha coletiva na assembleia.

A título de exemplificação, imaginemos uma hipótese em que o ativo é elevado e suficiente para, em caso de falência, pagar uma parcela considerável do passivo. Essa visão é possível porque, na petição inicial da recuperação judicial, o devedor trará a relação de credores e a avaliação patrimonial. Neste caso, a escolha mais racional não é a recuperação, mas a falência, dependendo da classe. Os credores trabalhistas e os com garantia real terão pouco estímulo para aprovar o plano, porque, em caso de falência, serão classificados em primeiro e segundo lugares, respectivamente, entre os credores concursais, com grande probabilidade de receberem seus créditos. Neste ponto, o maior dilema no processo de escolha é dos credores trabalhistas, porque: (i) no caso da recuperação, como o prazo máximo para pagamento dessa classe é um ano, possuem um incentivo para sua aprovação; (ii) no caso de falência, embora estejam em primeiro lugar na ordem classificatória dos credores concursais, tem como incentivo inverso (ou negativo) o fato de existir uma limitação de 150 salários-mínimos, passando o saldo que sobejar à condição de quirografário. O processo decisório envolverá, por exemplo, o montante a ser pago na recuperação, porque, se ele for inferior ao limite previsto para o caso de falência (150 salários-mínimos), então os trabalhistas poderão preferir a falência à recuperação. Contudo, se na recuperação o valor proposto para os trabalhistas for superior ao limite previsto para o caso de falência (Lei nº 11.101/2005, art. 83, I), terão um incentivo adicional para votar pela aprovação do plano.

Neste diapasão, entre as escolhas possíveis os credores vão eleger aquela que melhor atenda os seus objetivos, vale dizer, optarão pela “estratégia estritamente dominante”<sup>39</sup>. A melhor escolha invariavelmente será a que se preocupa com a maximização dos ganhos de todos aqueles que estejam

---

<sup>38</sup> HORST, Juliana Brandão de Melo. *Poder de deliberação dos credores na assembleia de recuperação judicial*. Dissertação de Mestrado. Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos, 2011. p. 36.

<sup>39</sup> Armando Catelar Pinheiro e Jairo Saddi definem estratégia dominante como sendo o “comportamento de um dos jogadores que lhe permite auferir uma recompensa maior, qualquer que seja a estratégia

diretamente envolvidos com o procedimento recuperatório<sup>40</sup>, mas levará em conta decisões puramente individuais, ou seja, a convergência pode não existir.

Apesar disso, ante a já referida propensão a não homogeneidade dos interesses dos credores, o plano de recuperação deve ser viável, razoável e compreendido por todos<sup>41</sup>, onde ganhos e perdas são equitativamente distribuídos entre os interessados. E mesmo assim, há dificuldades na cooperação entre os credores (ou na formatação do jogo), eis que, como visto, o voto majoritário pode prejudicar um grupo de pessoas e beneficiar outro, bem como a divisão de classe proposta pela lei pode trazer malefícios aos anseios da coletividade.

Nada impede, porém, “a constituição de grupos heterogêneos, a partir de subgrupos com preferências ou interesses mais homogêneos do que o geral, [que] abre a possibilidade do exercício de poder por meio de acordos ou convenções em que prevaleçam a vontade de uma maioria minoritária”, como propõe Milton Barossi Filho<sup>42</sup>. Aqui, por exemplo, pode ocorrer que as preferências de um subgrupo pertencente a um grupo sejam transportadas para outros ou outros subgrupos de outros grupos. Assim sendo, continua o autor<sup>43</sup>: “[...], as decisões de um grupo de credores podem depender das decisões tomadas, previamente, por outro grupo de credores”. E encerra o autor<sup>44</sup>: “Critérios de deliberação distintos para as diferentes classes de credores nas respectivas subassembléias reforçam um comportamento estratégico cooperativo unilateral”.

Como visto anteriormente, os credores trabalhistas e de acidente do trabalho têm regra especial para o plano de recuperação, na qual o seu pagamento

---

adotada pelo outro jogador. É influenciada pelas possíveis atitudes dos outros jogadores” (PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 197).

<sup>40</sup> HORST, Juliana Brandão de Melo. *Poder de deliberação dos credores na assembléia de recuperação judicial*. Dissertação de Mestrado. Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos, 2011. p. 36.

<sup>41</sup> Cumpre salientar que devedor e credor têm interesses opostos e a falta de informação ou até mesmo a omissão dela, por exemplo, podem aumentar o poder de barganha e negociação, ampliando os ganhos. Neste sentido, SILVA, Fernando César Nimer Moreira da Silva. *Incentivos à decisão de recuperação de empresa em crise: análise à luz da teoria dos jogos*. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009. p. 36.

<sup>42</sup> BAROSSILHO, Milton. As assembléias de credores e plano de recuperação de empresas: uma visão pela teoria dos jogos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XLIV, n. 137, p. 234, jan./mar. 2005.

<sup>43</sup> Idem, p. 234.

<sup>44</sup> Idem, p. 235.

não pode ter o prazo máximo de um ano ultrapassado. Esse critério, portanto, determinado pelo legislador não dá margem para o devedor na elaboração do plano e beneficia os credores trabalhistas e acidentários. Sendo assim, sob o ângulo da teoria dos jogos, essa regra favorece essa classe e altera o processo de escolha e decisão.

Neste caso, tem-se a informação prévia (legalmente prevista) que condiciona e interfere no processo de tomada da decisão final (aprovar, rejeitar ou propor a modificação do plano). Logo, pode-se chegar à conclusão de que a decisão racional e ótima dos credores trabalhista tende ser a de aceitar o plano proposto, qualquer um, porque o prazo máximo de pagamento é de um ano.

De igual modo, os credores com garantia real também têm um benefício, ainda que não exatamente claro, que é a possibilidade de votar em duas classes distintas (dos credores com garantia real e quirografários). Quer dizer, dependendo do tamanho do crédito, o credor poderá ter votos por crédito suficientes para aprovar, rejeitar ou propor modificação superior aos demais, e ainda somará o credor *per capita* em ambas as classes.

Enfim, há uma desvantagem (ou vantagem) para os credores quirografários. Note-se que caso seja decretada a falência, eles estão posicionados em sexto no concurso de credores, ou seja, esse é um incentivo para evitarem a falência, de tal sorte que é comum para tais credores pensar que qualquer quadro diferente da falência é melhor do que o pior dos acordos para aceitar o plano, o qual jamais poderá prever simplesmente o não pagamento, mas o pagamento de ao menos uma parte.

## **6 A ESCOLHA JUDICIAL NO CRAM DOWN**

A Lei nº 11.101/2005 fornece uma alternativa ao regime de aprovação por unanimidade, por meio de uma situação intermediária, entre a aprovação pelos credores da recuperação ou a decretação da falência, em que existe o apoio ao plano de recuperação por deliberação que quase atendeu ao quórum qualificado. Neste caso, cabe ao juiz decidir pela aprovação ou não do plano de recuperação<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 234.

No entanto, esta escolha judicial, na qual se força uma determinação, a despeito da decisão dos credores em deliberação sobre o plano de recuperação<sup>46</sup>, não é merecedora de tantos elogios.

Por mais que tenha preponderado o interesse social do legislador, na prática o *cram down* não é viabilizado, porque as limitações impostas pela lei praticamente inviabilizam a aplicação do instituto. A decisão que se sobrepõe à reprovação do plano não se funda somente no interesse social, mas, principalmente, na verificação de um quórum alternativo de deliberação, que está muito próximo ao necessário para a aprovação<sup>47</sup>.

Há quem diga que o instituto do *cram down* prescinde de uma análise objetiva e quantitativa acerca do exercício de voto pelos credores, cabendo ao magistrado, nos termos da lei, esgotar os meios cognitivos de aferição do abuso de voto de credor na assembleia-geral e, aí sim, decidir pela aprovação do plano de recuperação do devedor. Parte-se, portanto, da ideia de que a atuação judicial deve estar estritamente ligada à preservação das normas destinadas à viabilidade eficiente da transação entre credores e devedores<sup>48</sup>.

Neste sentido, expõe Fábio Ulhoa Coelho sobre a soberania da decisão assemblear<sup>49</sup>:

O procedimento da recuperação judicial, no direito brasileiro, visa criar um ambiente favorável à negociação entre o devedor em crise e seus credores. O ato do procedimento judicial em que privilegiadamente se percebe o objetivo da ambientação favorável ao acordo é, sem dúvida, a assembléia de credores. Por esta razão, a deliberação assemblear não pode ser alterada ou questionada pelo judiciário, a não ser em casos excepcionais como a hipótese do art. 58, § 1º,

<sup>46</sup> BAROSSO FILHO, Milton. Lei de recuperação de empresas: uma análise econômica baseada em eficiência econômica, preferências e estratégias falimentares. *EARL*, Brasília, v. 2, n. 1, p. 33, jan./jun. 2011.

<sup>47</sup> TOKARS, Fábio. As limitações do *cram down* nas recuperações judiciais brasileiras. Disponível em: <<http://por-leitores.jusbrasil.com.br/noticias/2508142/as-limitacoes-de-aplicacao-do-cram-down-nas-recuperacoes-judiciais-brasileiras>>. Acesso em: 23 jun. 2013.

<sup>48</sup> Sobre o tema ver: PIMENTA, Eduardo Goulart. Os limites jurisdicionais do direito de voto em recuperação de empresas. *Revista NEJ - Eletrônica*, v. 18, n. 1, p. 151-161, jan./abr. 2013.

<sup>49</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 234-235.

ou a demonstração de abuso de direito de credor em condições formais de rejeitar, sem fundamentos, o plano articulado pelo devedor.

Por outro lado, entende-se que a proposta da lei deveria ser simples e dinâmica: não obtida a aprovação, o juiz poderia forçá-la, desde que haja a necessidade de tutelar o interesse social, que de alguma forma foi prejudicado pela vontade de um ou alguns dos credores oportunistas. Nesta perspectiva, Milton Barossi Filho<sup>50</sup>:

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

É evidente que a análise prescinde da casuística, porém não se pode negar que, na hipótese da superação da crise, se a empresa for economicamente viável e eficiente, invocando o princípio da razoabilidade na análise do resultado da assembleia-geral de credores<sup>51</sup>, a recuperação deverá ser autorizada, tentando ao menos a maximização dos interesses da coletividade; todavia, a lei fornece critérios objetivos que podem engessar a escolha judicial e impedir a recuperação de empresa viável economicamente.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Lei nº 11.101/2005, ao permitir a separação da assembleia de credores entre classes heterogêneas, propiciou a formação de estratégias dominantes ou de preferências da minoria tomadas como regra. A regra de votação confirma o resultado de uma classe sobre a outra, principalmente em uma situação em que as decisões são sequenciais. Assim sendo, uma alternativa seria permitir a

<sup>50</sup> BAROSSO FILHO, Milton. Lei de recuperação de empresas: uma análise econômica baseada em eficiência econômica, preferências e estratégias falimentares. *EARL*, Brasília, v. 2, n. 1, p. 33, jan./jun. 2011.

<sup>51</sup> *Idem*, p. 31.



heterogeneidade apenas entre as classes, substituindo a votação simultânea de todas as classes pela maioria quantitativa<sup>52</sup>.

Desta forma, a habilitação dos credores em decidir se preservam ou não a empresa em crise depende das relações internas entre credores e suas classes, mas o primordial nesta questão é inibir o oportunismo e a obtenção de vantagens por alguns credores em detrimento de outros, além da geração de externalidades negativas e de custos de transação provenientes de ineficiências econômicas.

Por conseguinte, aduz Milton Barossi Filho<sup>53</sup> que “fornecer incentivos a recuperar uma empresa inviável ou mesmo incentivar uma empresa economicamente viável a falir são dois comportamentos mais evidentes em termos de ineficiência econômica, que podem estar presentes na lei”.

Não obstante isso, a cooperação nem sempre é possível entre os agentes, e tendo ciência que os credores só obterão a maximização se colaborarem entre si, as estratégias ficam estreitadas. Todavia, deve-se partir da premissa de que os credores não podem agir somente no interesse próprio de cada um, a divisão das perdas e dos ganhos tem influência neste aspecto, já que no plano de recuperação pode ser igualitária entre credor e devedor.

Igualmente, a decisão dos credores quanto à aprovação do plano de recuperação e, então, a recuperação da empresa, somente é tomada como mecanismo eficiente se as suas preferências forem homogêneas e mutuamente excludentes. O que, por si só, já não é fácil de se obter, sob o ponto de vista da análise econômica.

De outra banda, é evidente que para, a eficiência econômica do plano de recuperação, este deve fornecer antecipadamente informações exatas para os credores, esclarecendo, inclusive, sobre os riscos envolvidos e as atividades desempenhadas na superação.

Além disso, a figura do magistrado na aprovação do plano de recuperação nem sempre é bem-vinda, ainda mais se levado em consideração o caráter privado da legislação falimentar. A obtenção da recuperação pela decisão do juiz deve vir em casos extremos, em que se observa, por exemplo, a violação do direito de alguns credores por parte de outros.

Pouco se aceita a intervenção do Estado no interesse de crédito entre particulares. Neste sentido, a escolha pela recuperação, tanto pelo devedor

<sup>52</sup> Idem, p. 38.

<sup>53</sup> Idem, p. 32.

como pelos credores, deve vir regada de racionalidade e eficiência econômica e do benefício máximo das partes envolvidas.

Em última análise, ainda é preciso esgotar mais o campo do conhecimento econômico, das suas teorias e estratégias, à recuperação de empresas. A análise econômica desta conjuntura é uma questão em aberto e merecedora de atenção, sobretudo dos economistas<sup>54</sup>.

A iniciativa aqui tomada não finaliza a questão das escolhas para a aprovação do plano de recuperação; pelo contrário, começa sua resposta para um campo fértil de estratégias e preferências entre os agentes econômicos, tudo em busca dos interesses da coletividade.

## REFERÊNCIAS

BAROSSO FILHO, Milton. As assembléias de credores e plano de recuperação de empresas: uma visão pela teoria dos jogos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XLIV, n. 137, p. 234, jan./mar. 2005.

\_\_\_\_\_. Lei de recuperação de empresas: uma análise econômica baseada em eficiência econômica, preferências e estratégias falimentares. *EARL*, Brasília, v. 2, n. 1, jan./jun. 2011.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência: comentada – Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005: comentário artigo por artigo*. 5. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

\_\_\_\_\_. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 10. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2009.

ESPINDOLA, Amanda Vilarino. *Do abuso de direito de voto em assembléia geral de credores no processo de recuperação judicial*. Dissertação de Mestrado. Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos, 2010.

FIANI, Ronaldo. *Teoria dos jogos*. 2. ed. São Paulo: Campus, 2006.

HORST, Juliana Brandão de Melo. *Poder de deliberação dos credores na assembléia de recuperação judicial*. Dissertação de Mestrado. Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos, 2011.

LISBOA, Marcos de Barros. A racionalidade econômica da nova lei de falências e de recuperação de empresas. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). *Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

<sup>54</sup> Idem, p. 31.

MACHADO, Rubens Approbato (Coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais.

PIMENTA, Eduardo Goulart. Os limites jurisdicionais do direito de voto em recuperação de empresas. *Revista NEJ – Eletrônica*, v. 18, n. 1, p. 151-161, jan./abr. 2013.

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

SEN, Amartya Kumar. *Sobre ética e economia*. 1. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1999.

SILVA, Fernando César Nimer Moreira da Silva. *Incentivos à decisão de recuperação de empresa em crise: análise à luz da teoria dos jogos*. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

SZTAJN, Rachel. Notas sobre as assembléias de credores na lei de recuperação de empresas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XLIV, n. 138, p. 53-70, abr./jun. 2005.

TOKARS, Fábio. As limitações do *cram down* nas recuperações judiciais brasileiras. Disponível em: <<http://por-leitores.jusbrasil.com.br/noticias/2508142/as-limitacoes-de-aplicacao-do-cram-down-nas-recuperacoes-judiciais-brasileiras>>. Acesso em: 23 de jun. 2013.

