



Centro Universitário de Brasília - UniCEUB
Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS
Curso de Bacharelado em Direito

TAÍS LORRANE RIBAS MOREIRA

**RECUPERAÇÃO JUDICIAL: UMA ANÁLISE ECONÔMICA DO PLANO DE
RECUPERAÇÃO JUDICIAL À LUZ DA TEORIA DOS JOGOS**

Brasília

2021
TAÍS LORRANE RIBAS MOREIRA

**RECUPERAÇÃO JUDICIAL: UMA ANÁLISE ECONÔMICA DO PLANO DE
RECUPERAÇÃO JUDICIAL À LUZ DA TEORIA DOS JOGOS**

Artigo científico apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador: Professor: Paulo Henrique Palhares Franco

Brasília

2021
TAÍS LORRANE RIBAS MOREIRA

**RECUPERAÇÃO JUDICIAL: UMA ANÁLISE ECONÔMICA DO PLANO DE
RECUPERAÇÃO JUDICIAL À LUZ DA TEORIA DOS JOGOS**

Artigo científico apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador: Professor Paulo Henrique Franco Palhares

Brasília, DIA MÊS 2021

BANCA AVALIADORA

Paulo Henrique Franco Palhares (orientador)

Professor(a) Avaliador(a)

RECUPERAÇÃO JUDICIAL: UMA ANÁLISE ECONÔMICA DO PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL À LUZ DA TEORIA DOS JOGOS

Taís Lorrane Ribas Moreira

RESUMO

O presente trabalho busca apresentar os institutos da recuperação judicial e da falência, mostrando como a empresa devedora pode superar uma crise econômica ao se utilizar da teoria dos jogos para elaborar o plano de recuperação judicial. A forma de votação existente na Lei 11.101/05 permite que os credores adotem comportamentos estratégicos durante a assembleia geral de credores que podem levar ao ganho ou perda total para a recuperanda. Para a empresa em crise, a falência é o cenário que deve ser evitado, portanto o devedor deve realizar todo o possível para obter a aprovação da recuperação judicial. Foram utilizados conceitos da legislação falimentar, extraídos da doutrina bem como alguns fundamentos da teoria econômica, a fim de demonstrar que ao propor uma votação mais igualitária e com maior cooperação entre os agentes, a crise na empresa pode ser vencida.

Palavras-chave: Direito Empresarial. Recuperação Judicial. Teoria dos Jogos. Direito econômico. Estratégias.

Sumário: Introdução. 1.O Direito Econômico e a teoria dos jogos. 2. Os institutos da Recuperação Judicial e da Falência. 2.1. Elaboração do Plano de Recuperação Judicial e a Assembleia Geral de Credores. 2.2. Convolação da Recuperação Judicial em Falência. 2.3. Cram Down. 3. Redução da chance de rejeição do plano de recuperação judicial – Uma análise econômica à luz da teoria dos jogos. Considerações Finais. Referências.

INTRODUÇÃO

No presente trabalho foi abordado o tema da recuperação judicial, suas definições, princípios e objetivos dando enfoque a elaboração do plano de recuperação utilizando os elementos da teoria dos jogos e a deliberação do plano em assembleia geral de credores. um dos princípios da recuperação judicial é o da conservação da empresa, pois não resta dúvida de que economicamente é melhor manter uma empresa de portas abertas, entretanto ao se enfrentar uma crise financeira, é necessário se utilizar de todos os instrumentos necessários para a sua superação, até mesmo unindo o direito com a economia.

No primeiro capítulo foram abordados os conceitos utilizados na teoria dos jogos, apresentando as definições mais utilizadas no direito econômico como o equilíbrio de Nash e o dilema dos prisioneiros, fazendo uma relação com o cenário da recuperação judicial vemos que a forma de votação descrita da Lei 11.101/05, se combinada com a teoria dos jogos, exemplifica que as escolhas feitas por uma classe de credores podem persuadir outras classes, abrindo campo para a tomada de decisão estratégica. No segundo capítulo foram apresentados os institutos da recuperação judicial e da falência, suas principais definições e como em uma crise a recuperação judicial é o objetivo a ser alcançado e a falência deve ser evitada.

Foi abordado ainda o tema do Cram Down, ilustrando que a forma como o instituto é utilizado no Brasil abre espaço para tornar o jogo mais colaborativo entre os agentes e qual seria a posição mais adequada de ser tomada pelos magistrados de forma a possibilitar os credores a tomarem decisões estratégicas sem se preocuparem com a intervenção do judiciário na votação do plano.

Por fim, foram apresentadas ideias para se obter uma recuperação judicial mais eficiente, e como as estratégias montadas utilizando a teoria dos jogos pode ajudar a combater o comportamento oportunista que alguns credores podem adotar dificultando a aprovação do plano de recuperação e forçando uma empresa que ainda poderia ser economicamente viável a decretar falência.

1. O DIREITO ECONÔMICO E A TEORIA DOS JOGOS

A teoria dos jogos foi criada pelo matemático John Neumann, (1953), que mostrou que é possível utilizar técnicas analíticas para tomar uma decisão, formando um estudo de ações estratégicas úteis para um ambiente competitivo que possui como objetivo os participantes serem capazes de antecipar as ações dos demais de forma a satisfazer os interesses dos agentes envolvidos. Ronaldo Fiani

(2004) apresenta uma definição da teoria como sendo um método que pode ser utilizado para abordar, de modo formal, os processos de tomada de decisão por parte de agentes, ou também chamados de jogadores, que reconhecem possuir uma interação mútua.

A teoria dos jogos prevê que quando acontece a interação entre dois ou mais indivíduos e cada um baseia a sua ação naquilo que desejam e/ou esperam que os outros façam, começa a se adotar um “comportamento estratégico”, e tal comportamento pode ser entendido como um jogo, onde os jogadores serão influenciados pela norma vigente.

Existem alguns conceitos que são utilizados para que se compreenda a base teórica da teoria dos jogos, em suma, ela nada mais é do que uma análise matemática que pode ser feita em qualquer situação envolvendo um conflito de interesses com o objetivo de descobrir as melhores opções que irão conduzir, observadas certas condições, ao resultado que o jogador racional deseja obter. A teoria ainda se funda em certos pressupostos como a ideia de utilidade apresentado por Neumann (1953), que se preocupa em ilustrar o objetivo de cada jogador em garantir a maior satisfação pessoal possível em relação aos resultados do jogo.

A presunção de racionalidade, também apresentada por Neumann (1953), está diretamente ligada ao conceito de utilidade pois para se obter o melhor resultado útil o jogador deve agir de forma racional restringindo ao máximo a totalidade de resultados possíveis em um jogo, já que é mais fácil de se prever um comportamento estritamente racional do que um comportamento irracional.

Um outro conceito considerado útil para o entendimento da teoria dos jogos é o de estratégia, que aqui pode ser entendida como decisões que ao serem tomadas irão indicar as ações que os jogadores poderão adotar para se obter todos os resultados possíveis, essas ações podem ser tomadas até mesmo antes do jogo começar de fato. Não é raro de acontecerem situações em que existirão várias estratégias possíveis, então o jogador irá adotar a que melhor atenda os seus objetivos, mas se baseando nas escolhas feitas pelo seu adversário.

A teoria conta com alguns elementos básicos do jogo estratégico para facilitar a sua compreensão: Jogo, Jogadores, Jogadas, Estratégias e *Payoffs*. O jogo pode ser definido como situações de interação entre agentes racionais que se

comportem de forma estratégica, esses agentes são os chamados jogadores, que participam da tomada de decisão do jogo. As jogadas são as decisões tomadas pelos jogadores, buscando atingir os seus objetivos, decisões essas tomadas sempre de formas estratégicas, ocasionando as *Payoffs*, ou seja, o resultado final do jogo, podendo ser de ganho ou perda total para cada jogador. Em um cenário regido pela recuperação judicial, o jogo é a situação de crise em que uma empresa viável se encontra inserida, possuindo vários grupos de interesses distintos, ou seja, os chamados jogadores. Esses grupos podem escolher entre aceitar ou rejeitar o plano apresentado pela empresa mediante suas estratégias, e as *Payoffs* seriam os ganhos esperados por cada grupo, seja no caso de aprovação do plano de recuperação, seja no caso de falência.

Existe um conceito geral para solução de jogos chamado de Equilíbrio de Nash, ele se baseia em uma combinação onde cada estratégia deve ser a melhor resposta possível às estratégias dos demais jogadores, ou seja, ao se mudar uma estratégia unilateralmente, nenhum jogador tem nada a ganhar, esse conceito é facilmente ilustrado em um dos cenários mais conhecidos da teoria dos jogos, o Dilema do Prisioneiro.

Dois ladrões são pegos pela polícia com algumas evidências superficiais contra eles, cada suspeito é posto em uma sala separada e a cada um deles é feita a seguinte proposta: se ele confessar o roubo e o seu parceiro não, ele fica preso por três meses na própria delegacia por ter cooperado com a polícia, porém seu parceiro ficará preso por dois anos na penitenciária estadual. Se, ao invés dele, o seu parceiro confessar e ele permanecer calado, ele então ficará dois anos na penitenciária, enquanto o outro passará os três meses na delegacia local. No caso de ambos confessarem, a cooperação entre eles perde o valor e ambos enfrentariam um ano na penitenciária estadual, porém, se nenhum deles confessar, ambos seriam soltos em seis meses de detenção simples, essa última opção, mesmo não lhes sendo apresentada pela polícia, é de conhecimento dos suspeitos.

Por se tratar de um jogo simultâneo, aqui não importa a ordem em que cada jogador faz a sua escolha, portanto, estrategicamente, a melhor opção individual seria não confessar, porém esta opção apresenta uma falha, a falta de comunicação entre eles, chama-se essa situação de jogo não-cooperativo, por estarem em salas

separadas a melhor estratégia racional seria confessar, pois o objetivo de cada um é se livrar da prisão, essa estratégia é chamada de “estritamente dominante”, ou seja, não importa o que o outro faça, o objetivo individual de cada um é melhor atendido, conforme o explicado pelo Equilíbrio de Nash. O professor Rinaldo Fiani (2004, p.73) mais uma vez apresenta o conceito de jogo não-cooperativo, em suas palavras: “Um jogo é dito não-cooperativo quando os jogadores não podem estabelecer compromissos garantidos. Caso contrário, se os jogadores podem estabelecer compromissos, e esses compromissos possuem garantias efetivas, diz-se que o jogo é cooperativo”. Mesmo o equilíbrio de Nash prevendo que a melhor solução seria ambos confessarem, no caso dos prisioneiros, não existe dúvida de que caso houvesse a possibilidade de comunicação entre eles, o resultado seria diferente, e ambos, após receberem garantias de que o outro manteria a sua palavra, adotariam a estratégia de não confessar, passando a ser uma situação de jogo cooperativo.

Tal situação é similar à deliberação sobre o plano de recuperação da empresa, já que possui todos os elementos da teoria dos jogos: o envolvimento dos agentes para decidirem pela rejeição ou aprovação do plano demanda a tomada de decisões, tais decisões serão tomadas pelos credores através das informações e condições elaboradas e divulgadas para todos pela empresa em crise, conduzindo os credores (jogadores) a uma tomada de decisão racional, caracterizando um jogo cooperativo, onde todos os jogadores podem cooperar entre si a fim de maximizar seus interesses. Nada impede, porém que em um caso real a crise da empresa seja considerada um jogo não cooperativo com informações imprecisas, onde podem existir incertezas sobre os ganhos a serem divididos e os credores acabem julgando inviável a recuperação daquela empresa.

No caso de jogos sequenciais, toda essa construção conceitual é um pouco modificada, nessa modalidade os agentes tomam as suas decisões em sequência, ou seja, o jogador nº 2 toma a sua decisão já ciente da escolha feita anteriormente pelo jogador nº 1, falando em termos práticos, um jogador toma a sua decisão considerando todos os possíveis resultados do jogo, pois ele já possui conhecimento da decisão feita pelo jogador anterior. Sabe-se que o objetivo de uma empresa em crise é evitar a falência, porém, no momento de votação do plano de recuperação judicial quem exerce o controle de aprovar ou rejeitar são os credores, e estes

tomam as suas decisões sabendo qual a preferência dos demais, e tomam as decisões por etapas, da mesma forma em que ocorre em um jogo sequencial.

A título de exemplo, na hipótese em que a empresa ainda possua um ativo alto o suficiente para pagar boa parte dos débitos em caso de falência faz com que a melhor escolha racional, a depender da classe do devedor, seja a falência ao invés da recuperação judicial. Para os credores que possuem prioridade no pagamento, aqueles que possuem créditos trabalhistas ou ainda os que possuem garantia real irão preferir rejeitar o plano por terem mais chance de receber na falência, porém aqui temos um conflito: no caso da falência, se o crédito dos trabalhistas forem superior a 150 salários-mínimos, o valor excedente é habilitado como crédito quirografário, no caso de recuperação judicial, a classe trabalhista possui um prazo máximo de pagamento de 1 ano. Nesse cenário os credores devem escolher a estratégia que melhor satisfaça os seus objetivos, pois dependendo do valor que receberão o melhor a ser feito é votar pela não aprovação do plano, ou seja, os jogadores adotarão a estratégia “estritamente dominante”, por se preocuparem com a maximização de ganhos entre todos os envolvidos, porém a escolha será feita de forma completamente individual.

Para os fornecedores de uma empresa em crise, pensa-se que manter a atividade é uma estratégia válida, pois garante a manutenção da atividade e a possibilidade de novos contratos, porém ainda pode existir a hipótese de que a falência seja o melhor para o credor naquele momento, para os empregados, a aprovação também se mostra como uma boa estratégia pela manutenção dos empregos e serviços, porém pelas condições de pagamento diferenciadas pela lei, a classe trabalhista poderia preferir o cenário da falência, para os demais credores não é tão simples de antecipar a estratégia que poderá ser utilizada, nota-se que o cenário é incerto, portanto o uso da teoria dos jogos nos permite entender o comportamento dos diversos grupos de jogadores em uma recuperação judicial.

2 OS INSTITUTOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E DA FALÊNCIA

A recuperação judicial é um instituto criado pela Lei 11.101/05 (BRASIL, 2005), que tem como objetivo principal a superação de uma crise econômica enfrentada pela empresa, porém, nada impede que seja utilizada como uma medida de evitar uma crise futura dentro de uma empresa. O doutrinador Gladston Mamede

(2020) afirma que o princípio da preservação da empresa é um dos marcos que norteiam o direito falimentar, e que por isso, a crise na empresa deve ser enfrentada e a recuperação deve ser obtida. O artigo 47 da referida lei (BRASIL, 2005), traz a recuperação judicial como sendo uma forma de manter uma fonte produtora de emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, vejamos:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica. (BRASIL, 2005, [s.p])

Doutrinariamente, a recuperação judicial possui um conceito mais amplo, segundo Eduardo Goulart (2006), a recuperação representaria uma série de atos que serão praticados sob a supervisão judicial com objetivo de reestruturar e manter em funcionamento uma empresa que esteja enfrentando dificuldades econômico-financeiras temporárias. Marlon Tomazette, por sua vez, afirma ser:

[...] um conjunto de atos, cuja prática depende de concessão judicial, com o objetivo de superar as crises de empresas viáveis, apresentando alguns elementos essenciais: (a) série de atos, (b) consentimento de credores, (c) concessão judicial, (d) superação da crise, (e) manutenção de empresas viáveis. (TOMAZETTE, 2019, p.73)

Não resta dúvida de que se uma crise pode ser evitada, o melhor caminho a ser seguido é evitá-la antes que seja instaurada, sendo assim, o objetivo mais amplo do instituto da recuperação judicial é a superação e/ou prevenção da crise econômica. Digno de ressaltar que o que se busca com a recuperação judicial é salvar a atividade empresarial, não a pessoa do empresário, pois o funcionamento da atividade, ainda que com outro titular, é o que permite a geração de riquezas e o giro econômico. Para que a aprovação de um plano de recuperação judicial seja bem-sucedida, deve-se buscar o convencimento dos credores, demonstrando que os ganhos futuros serão maiores caso eles optem por manter a empresa em funcionamento, ainda que esteja enfrentando uma crise momentânea.

Outro instituto presente na Lei 11.101/05 é a Falência, que trata da liquidação forçada do patrimônio do devedor que não obteve êxito ou que não possui condições de superar a crise econômico-financeira enfrentada. Costumava-se definir a falência

como sendo uma espécie de processo de execução coletiva, onde todos os bens do devedor falido seriam arrecadados e passariam por uma venda judicial forçada, e os ativos advindos da venda seriam distribuídos entre os credores. O conceito atual não possui grandes diferenças do apresentado anteriormente, Tomazette afirma que a falência “é o processo de execução coletiva decretado por sentença judicial, contra o (comerciante) devedor, com objetivo de satisfazer o crédito dos credores”. (2019, p.303)

A falência pode ser definida como sendo uma espécie de execução pois seu objetivo não é recuperar a empresa em crise, e sim, efetivamente pagar os credores, em termos processuais, o processo de execução é o instrumento processual utilizado pelo credor para exigir o pagamento das obrigações do devedor através da retirada de seu patrimônio, o que na falência ocorre de forma coletiva, já que serão abrangidos todos os credores bem como todos os bens disponíveis do devedor.

2.1. Elaboração do Plano de Recuperação Judicial e a Assembleia Geral de Credores

Conforme amplamente exposto, o objetivo da recuperação judicial é evitar uma falência e preservar a atividade econômica, o que levou o legislador a regular o procedimento de recuperação da empresa de uma crise econômica, dando a ela uma nova chance de manter suas atividades e girar a economia caso seja considerada economicamente viável. O chamado plano de recuperação judicial é um documento elaborado pelo administrador judicial nomeado que contém as condições de pagamento das dívidas da empresa, e será submetido à aprovação pela assembleia geral de credores.

O artigo 53 da Lei 11.101/05 traz os prazos e os elementos necessários que devem constar no plano de recuperação judicial, que casos não sejam cumpridos, pode ocorrer a convalidação da recuperação judicial pleiteada em uma falência. Um dos principais pontos do plano de recuperação é que o devedor deve expor a sua situação econômica, de modo que os credores possam tomar ciência da real situação da empresa, para tal, serão elaborados dois laudos técnicos, o laudo econômico-financeiro e o laudo de avaliação de bens, tais documentos serão elaborados por profissionais especializados e serão submetidos a avaliação dos credores, para que possam determinar se a empresa possui uma recuperação viável

ou não. Outro ponto a ser observado durante a elaboração do plano é que o devedor precisa demonstrar aos credores que possui viabilidade econômica para cumprir com o estabelecido no plano, para isso, deve apresentar os sacrifícios que os credores terão de realizar, mas também as vantagens que terão ao permitirem que a empresa continue atuando no mercado.

Outro requisito apontado na legislação é que o devedor deve apresentar os meios de recuperação que serão empregados para a recuperação da empresa, tais meios compreenderão medidas financeiras, onde os devedores irão pleitear junto aos credores a concessão de prazos e condições de pagamento diferenciados, para que possam cumprir com as obrigações a até mesmo com os juros e outros encargos. Em se tratando de sociedades, as medidas societárias também podem estar presentes no plano de recuperação, onde serão estabelecidos novos meios de organização da atividade empresarial de forma que otimize o desempenho da empresa, uma das formas utilizadas para tal feito é alterar a titularidade do controle da sociedade, bem como a alteração do tipo societário de uma sociedade. O devedor em crise também pode optar pela captação de recursos que pode ocorrer através da alienação de bens do devedor ou ainda a transferência da atividade desenvolvida por ele a um terceiro através de um trespasse.

O plano também possui algumas limitações a serem observadas no momento de sua elaboração, estas possuem o objetivo de evitar eventuais abusos nas condições de pagamento, o artigo 54 da Lei 11.101/05 prevê que os créditos trabalhistas e os derivados de acidente de trabalho devem ser pagos no prazo de 1 ano, podendo chegar a 2 anos se cumpridos os requisitos legais previstos, desde que vencidos até a data do pedido de recuperação judicial, quanto aos que possuam natureza exclusivamente salarial, o prazo para pagamento não pode ser superior a 30 dias, no limite de até 5 salários mínimos por trabalhador e que estejam vencidos nos 3 meses anteriores ao pedido de recuperação judicial, Marlon Tomazette (2019) explica que o objetivo de tais condições especiais de pagamento é reduzir o âmbito de negociação dos créditos.

Com a elaboração do plano de recuperação e não havendo nenhuma objeção por parte dos credores, será convocada pelo juiz a assembleia geral de credores para deliberar acerca da aprovação ou da rejeição do plano, onde serão tomadas as

decisões mais importantes acerca da situação de crise enfrentada pelo devedor. A assembleia é onde os credores irão manifestar suas vontades e decidirem pela viabilidade ou não da empresa, de acordo com o exposto pelo devedor no plano de recuperação. O artigo 41 da Lei 11.101/05 apresenta um rol de classes de credores e a forma de votação que será feita por eles a fim de deliberarem acerca do plano, tal divisão torna complexo o procedimento de votação, que deve seguir normas específicas estabelecidas na legislação.

Terão direito a voto na assembleia os credores que estejam constando no quadro geral de credores que fora inicialmente apresentado pelo administrador geral, ou os que constem nas relações de credores apresentadas pelo próprio devedor. Por força de previsão legal, alguns credores não serão submetidos aos efeitos da recuperação judicial (Lei 11.101/2005, artigo 49, §3º), tais credores poderão participar da assembleia sem possuir o direito a voto, mas terão o direito de voz, podendo ser possível a utilização da argumentação baseada em seus interesses individuais a fim de levar os credores votantes a modificar ou rejeitar o plano proposto. Por força de legislação, o que se delibera em uma assembleia geral não pode ser invalidado através de uma decisão judicial posterior no que verse sobre existência, classificação ou quantificação de créditos, pois a assembleia é considerada soberana.

Foram estabelecidos alguns critérios legais de votação que observarão a matéria objeto de deliberação, observando as classes de credores existentes. Com relação aos credores trabalhistas, estes votam por maioria simples dos credores presentes, independentemente do valor do seu crédito, o professor Oksandro Osdival Gonçalves e Felipe de Poli de Siqueira, defendem a ideia de que os detentores de crédito trabalhista não podem ser representados pelo montante esperado, pois existem outros fatores que afetariam tal presunção, tais como tempo de serviço e cargo exercido na empresa, privilegiando os empregados que ocupassem cargos na gerencia ou diretoria na empresa. (2014)

Quanto aos credores titulares de créditos com garantia real, estes votam até o limite do valor do bem gravado, o valor remanescente do crédito passa para a classe dos credores quirografários, possibilitando duas oportunidades de voto a tais credores, os demais votam seguindo os critérios gerais, ou seja, o valor dos créditos

acrescidos da maioria simples do número de credores. A complexidade do sistema de votação pode fazer com que alguns credores que possuam maior conhecimento acerca de processos judiciais induzam os credores menos informados, como pode ser o caso dos trabalhistas e quirografários, a mudar o curso da assembleia a alterarem suas escolhas, influenciando na decisão final a ser tomada pelos membros da assembleia. O fato de que cada credor defenderá seus próprios interesses pode levar a alguns comportamentos abusivos por parte destes, entretanto a punição para tais comportamentos não se encontra prevista na legislação vigente, cabendo ao judiciário analisar cada caso concreto a fim de identificar eventuais abusos do direito ao voto.

Existe ainda um quórum determinado para deliberação acerca do plano de recuperação judicial, onde é necessária a aprovação de todas as classes, na classe I os votos serão computados por cabeça ao invés do valor do crédito, esta é a classe dos titulares de créditos trabalhistas, já nas classes II e III o voto será por cabeça e, cumulativamente, pelo valor do crédito. Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi apontam tais critérios como sendo tortuosos e confusos, além de destacarem que a dificuldade de aprovação do plano traz à tona o caráter oportunista dos credores e dificulta a elaboração do plano:

[...] A necessidade de que a proposta seja aprovada por classe (com critérios diferentes), considerando a existência de interesses muito conflitantes e divergentes, ameaça, na assembleia, inviabilizar a aprovação de qualquer proposta. (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 218)

Mesmo com as críticas acerca da complexidade que envolve a elaboração do plano de recuperação, existe um ponto a ser analisado, alguns autores afirmam que a ordem de apresentação das propostas de planos de recuperação influencia os credores na hora da votação, ou seja, se forem apresentadas 3 planos distintos em forma de propostas aos credores, cada classe terá um que melhor se encaixe em seus objetivos, neste modelo, todas as propostas possuem o mesmo potencial para ganhar ou perder, entretanto a ordem que cada proposta será apresentada influencia em qual será a vencedora, basta que ocorra a divisão da votação em ciclos, eliminando das fases de votação seguintes a proposta perdedora anteriormente, tal fenômeno é chamado de “*ciclo*” pelo filósofo e matemático Condorcet, conforme explicam Armando Pinheiro e Jairo Saddi. (2005).

2.2 Convolação da Recuperação Judicial em Falência

Aos que requerem o benefício da recuperação judicial são dadas duas alternativas, cumprir o estabelecido no plano de recuperação e superar a crise enfrentada ou ter a sua falência decretada, o artigo 73 da Lei 11.101/05 traz um rol de hipóteses de convolação da recuperação judicial em uma falência. A primeira hipótese diz respeito à deliberação dos credores em Assembleia Geral, ainda nas fases de postulação e de deliberação, caso a maioria presente bem como o proporcional valor dos créditos votantes decidirem que a crise enfrentada é demasiadamente grave e que o instituto da recuperação não surtirá efeito o devedor terá a recuperação judicial transformada em falência.

A segunda hipótese apresentada diz respeito a não apresentação do plano de recuperação dentro do prazo legal, tal prazo é de 60 dias contados do despacho que determina o processamento do pedido, legalmente não existe nenhuma hipótese prevendo a prorrogação deste prazo, caso não ocorra a apresentação, o juiz decretará a falência do devedor. Uma inovação feita na legislação vigente foi apresentada através da Lei 14.112/20, que trouxe a possibilidade dos credores apresentarem, caso queiram, um plano de recuperação alternativo ao proposto pelo devedor em assembleia quando este for rejeitado.

Os credores terão um prazo de 30 dias para elaborarem um novo plano apresentando uma contraproposta seguindo uma série de requisitos legais, porém, nada impede que a assembleia vote apenas por rejeitar o plano apresentado pelo devedor, pois conforme já mencionado, alguns credores podem preferir o cenário da falência, caso ambos os planos apresentados sejam rejeitados pela assembleia, a recuperação será convolada em falência, esta é a terceira hipótese prevista no rol do artigo 73 da Lei 11.101/05.

A quarta hipótese trata do descumprimento de qualquer obrigação que tenha sido firmada no plano de recuperação, se ocorrer do plano ser aprovado em assembleia ou homologado judicialmente, o devedor deverá cumpri-lo, caso deixe de fazê-lo, será decretada a falência e ocorrerá a novação dos créditos, ou seja, como o sacrifício feito pelos credores não trouxe o benefício esperado por estes, os créditos dos credores anteriores a concessão da recuperação retornarão ao seu

status quo ante, quanto aos credores posteriores à distribuição do pedido, estes terão os seus créditos reclassificados.

A quinta hipótese, também apresentada pela Lei 14.112/20, diz respeito ao descumprimento dos parcelamentos dos créditos de titularidade da Fazenda Pública e do INSS, caso estes não sejam devidamente cumpridos, o juiz decretará a falência da empresa recuperanda.

A última hipótese ocorre quando for identificado que ocorreu um esvaziamento do patrimônio da devedora que implica em liquidação de parte substancial da empresa, prejudicando os credores que não estão sujeitos à recuperação, inclusive a Fazenda pública.

2.3 Cram Down

Sabe-se que as formas de intervenção do juiz no processo de recuperação judicial são bastante limitadas, por várias vezes ouve-se falar na soberania da assembleia quanto às decisões sobre o plano de recuperação, entretanto existe um instituto que, grosso modo, permite que o juiz homologue o plano de recuperação que não foi aprovado pela assembleia.

Este instituto é denominado pelo direito americano de *Cram Down*, e no direito brasileiro possui previsão no artigo 58 da Lei 11.101/05, que elenca alguns critérios que devem ser alcançados cumulativamente na mesma assembleia para que o juiz possa conceder a recuperação ao devedor, são eles: Ter obtido voto favorável dos credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes à assembleia, independentemente de classes, ter tido a aprovação de 3 classes de credores, no caso de só haverem 3 classes votantes, a aprovação de pelo menos duas classes, caso haja apenas 2 classes, a aprovação de pelo menos 1, e ainda, na classe que houver rejeitado o plano, o voto favorável de mais de 1/3 dos credores computados na forma do artigo 45, §§ 1º e 2ª da Lei 11.101/05. Outro critério a ser observado é que o Cram Down só será aplicado se o plano não indicar tratamento diferenciado entre os credores da classe que o houver rejeitado.

Mesmo o direito brasileiro utilizando a mesma expressão do direito norte-americano para se referir a este instituto, as diferenças presentes nas

legislações geram uma discussão se realmente existiria *Cram Down* no Brasil. A atuação do juiz no instituto norte-americano é mais ampla, sendo o plano rejeitado ou aprovado pelos credores o juiz irá analisar se houve a presença de requisitos necessários para uma aprovação, essa análise envolve verificar a viabilidade da proposta apresentada, bem como se o plano seria justo e equitativo, ele também analisa se no plano ocorreu alguma injusta discriminação entre os credores, feito isso, o juiz poderia inclusive superar o veto por parte dos credores (COELHO: 2019), ou seja, o magistrado pode vetar um plano aprovado pela assembleia, assim como pode aprovar um plano que fora rejeitado. No direito brasileiro essa análise não ocorre, não cabendo ao juiz dizer se o plano é justo e equitativo, o que é previsto pelo artigo 58 da Lei 11.101/05 seria uma tentativa de garantir a continuidade da atividade econômica por parte da empresa.

Utilizando dos fundamentos da teoria dos jogos, sabemos que a colaboração entre os credores é fundamental para que estes possam atingir os seus objetivos, porém, analisando o instituto apresentado pela legislação norte-americana nota-se que apesar de este possuir maior amplitude, não abre tanto espaço para a colaboração quanto o instituto previsto na legislação brasileira, já que no Brasil o juiz só poderá se utilizar do *Cram Down* caso tenha alcançado os requisitos previstos na legislação, enquanto o juiz norte-americano, mediante requerimento do proponente, poderia intervir na deliberação dos credores com maior discricionariedade, não fazendo diferença a estratégia de votação adotada pelo credor.

No Brasil portanto, durante o processo de deliberação em assembleia, ainda caberia aos credores analisarem se estão presentes os requisitos para que o juiz conceda a recuperação judicial ao devedor através deste instituto, o que afeta na sua tomada de decisão estratégica e torna o jogo mais colaborativo, pois, os credores que preferem o cenário da recuperação irão basear as suas ações nas escolhas feitas pelos credores que também preferem aprovar a recuperação judicial, enquanto os que preferem a falência irão colaborar com os demais credores que preferem a rejeição do plano.

Os requisitos para a concessão do *Cram Down* no direito brasileiro são bem próximos dos requisitos para a aprovação do plano de recuperação, por isso há quem defenda a sua aplicação como uma forma de combater o abuso do direito de

voto, pois o magistrado deveria fazer uma análise baseada no princípio de conservação da empresa. Uma crítica que é feita sobre a aplicação do instituto no Brasil seria de que a decisão proferida pelo juiz contrariando a decisão da assembleia estaria se fundando em um quórum alternativo de deliberação ao invés de analisar apenas o interesse social da recuperação, já que o quórum se aproxima bastante do necessário para alcançar a aprovação.

Com o intuito de tornar o jogo mais colaborativo, em um cenário ideal a função do juiz na recuperação judicial deveria ser meramente homologatória, assim os credores não haveriam de se preocupar em ter a sua decisão contrariada pelo judiciário e adotariam seus posicionamentos estratégicos de uma forma diferente, porém, sabe-se que este modelo abriria margem para um tratamento desigual e um abuso do direito de votação por parte dos membros da assembleia, portanto, mesmo o juiz adotando uma postura mais discricionária, a sua atuação não deveria ser muito ampla de modo a se sobrepor à toda e qualquer decisão tomada pela assembleia geral de credores, mas sim se limitando a atender os requisitos legais.

3 REDUÇÃO DA CHANCE DE REJEIÇÃO DO PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL – UMA ANÁLISE ECONÔMICA À LUZ DA TEORIA DOS JOGOS

Pela teoria dos jogos, vemos que a norma apenas influencia o comportamento dos agentes, já que podem existir situações em que ir contra a legislação pode ser a escolha mais racional a ser feita, além de que a lei pode disponibilizar mais de um tipo de comportamento, cabendo ao agente escolher, baseado na colaboração entre os indivíduos, qual ele irá adotar para chegar ao seu objetivo, assim vemos que a lei não é uma condição suficiente para definir o comportamento a ser tomado pelo ser humano, mas sim uma condição básica e necessária.

Diante de todo o exposto nota-se que existe uma chance de o devedor não conseguir convencer os credores da viabilidade da empresa e tal cenário de competição e incerteza leva os credores a adotarem um comportamento individual a fim de tentar elevar apenas os seus próprios ganhos, portanto, uma alternativa para maximizar a aprovação do plano seria permitir a heterogeneidade apenas entre as classes.

A lei 11.101/05 propiciou a formação de estratégias dominantes ao permitir que a assembleia fosse separada em classes, assim a regra da votação acaba por

confirmar o resultado de uma classe sobre a outra, isso ocorre principalmente na situação em que as decisões são tomadas de forma sequencial, portanto, uma alternativa para contornar a rejeição do plano seria substituir a votação simultânea de todas as classes pela maioria quantitativa, assim a habilitação dos credores em decidir se preservam ou não a empresa iria depender apenas das relações internas entre os próprios credores com as suas classes. Tal comportamento tende a acabar com o oportunismo e com a tentativa de se obter uma vantagem em cima de outros, que acaba por gerar um aumento com os custos de transações advindas de ineficiência econômica.

O professor Milton Barossi Filho (2011), aponta que a lei 11.101/05 pode ser utilizada de duas maneiras que resultam em uma tremenda ineficiência econômica, o primeiro é fornecer incentivos para recuperar uma empresa inviável e o segundo é incentivar uma empresa economicamente viável a decretar falência. Sabe-se que a cooperação entre os agentes nem sempre é possível, mas os credores também sabem que só vão obter a maximização dos seus objetivos se eles colaborarem entre si, o que faz com que eles criem as suas estratégias, porém deve-se partir do entendimento de que os credores não podem agir apenas no interesse próprio de cada um já que a divisão das perdas e ganhos, que no plano de recuperação pode ser igualitária entre credor e devedor, vai ter influência em cima desse aspecto.

A preocupação da legislação que trata da recuperação judicial deve ser com os incentivos utilizados para induzir as partes envolvidas a colaborarem de forma a maximizar o bem-estar geral e tentar alocar recursos de uma forma eficiente e que possa salvar a empresa em crise, assim, o comportamento dos credores seria algo fundamental para que o processo de recuperação se torne eficaz e que a sua aprovação seja livre de oportunismo.

Conclui-se que a decisão dos credores quanto à aprovação do plano de recuperação da empresa só será tomada como sendo um mecanismo eficiente se as preferências de todos forem homogêneas e excludentes entre si, dessa forma o credor conseguirá maximizar seus resultados particulares alcançando seus objetivos e ao mesmo tempo buscará beneficiar toda a sua classe. Sabe-se que este posicionamento não é fácil de obter, mas também é evidente que para se conseguir o sucesso econômico no plano de recuperação ele deve antecipadamente prestar

informações exatas para que os credores entendam os riscos que estão envolvidos e as atividades que serão desempenhadas para superar a crise enfrentada.

O papel do credor é de extrema relevância no cenário da recuperação judicial, pois é a sua preferência no momento da votação que controla o resultado da assembleia. Utilizando os conceitos de um jogo sequencial, onde os jogadores sabem a preferência dos demais e tomam suas decisões por etapas, após apresentado o plano e tendo objeções sobre ele, os credores irão à assembleia deliberar sobre o plano e sugerir alterações, bem como obter informações sobre a real situação do devedor, ali cada jogador visualizará o posicionamento dos demais, e utilizarão a negociação para maximizar seus ganhos, pois o agente que possuir maior poder de barganha tentará convencer o outro agente a aceitar um acordo que melhor favoreça a si mesmo. Assim, o plano apresentado originalmente não reflete a melhor oferta do devedor, ou seja, uma recuperação bem sucedida depende do resultado da negociação.

Em um cenário em que o plano não surta o efeito desejado pelo devedor, e o plano seja rejeitado, todos os agentes terão que lidar com as consequências da falência, e aqui deverão ter consciência de que nem todos os credores receberão seus créditos, bem como o devedor não terá chance de sobrevivência como teria caso alcançasse a recuperação judicial como pretendia. Ainda deve ser levada em consideração a possibilidade de aprovação do plano pelo magistrado, que poderá acontecer caso sejam atingidos os requisitos descritos na legislação.

Durante a negociação, caso os credores optem por rejeitar o plano por entenderem que a falência lhes seria mais benéfica, devem levar em consideração que se estiverem presentes os requisitos legais do artigo 58 da Lei 11.101/05, o juiz poderá aprovar o plano rejeitado em assembleia, o que beneficiaria o devedor a manter o seu objetivo de continuar a desenvolver a atividade econômica, mas prejudicaria as decisões dos credores e acabaria por anular as estratégias formuladas por eles.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A distribuição de risco entre os credores de uma empresa em crise, estabelecidos na Lei 11.101/05, conta com critérios meramente econômicos para o processo de escolha e votação de uma recuperação judicial, o que faz com que os

credores adotem um comportamento racional, porém, oportunista, já que se encontram inseridos em um cenário de incertezas e restrições, portanto eles passam a botar os seus próprios interesses em alta, analisando uma questão meramente de custo e benefício.

Se os agentes envolvidos na assembleia geral de credores tomarão suas decisões já cientes das escolhas feitas pelos outros agentes, como um jogo sequencial, o oportunismo tem espaço para se manifestar e o objetivo do devedor de ter a recuperação aprovada fica cada vez mais distante, porém, prestando as informações corretas no plano de recuperação acerca da real situação da empresa e do que os credores irão enfrentar, a tomada de decisão se tornará mais colaborativa, pois os agentes homogeneizarão os seus objetivos e conduzirão o resultado da votação para o esperado pelo devedor.

Ao se estudar a legislação falimentar fica evidente que a figura do judiciário na aprovação do plano, ainda que torne o jogo mais colaborativo, pode não ser bem-vinda, pois a decisão da assembleia deveria ser soberana, já que é um instituto privado, portanto a recuperação obtida por decisão judicial apenas deveria ocorrer em casos extremos como, por exemplo, os casos em que ocorrem alguma violação a direitos de alguns credores por parte de outros. A intervenção do estado não é aceita no interesse de crédito entre os particulares, portanto também não deveria ser tão utilizada na recuperação, pois a escolha de deferir a recuperação, deve ser tomada de forma racional e economicamente eficiente, tendo por objetivo o benefício máximo de todas as partes envolvidas

Por fim, temos que em um cenário de severas crises financeiras onde as empresas precisam de uma resposta rápida e eficaz para se manterem de portas abertas entendemos que é necessário que a legislação seja utilizada de forma a preencher a sua real função, ou seja, se a lei falimentar possui o objetivo de manter a atividade econômica, os instrumentos fornecidos por ela não deveriam ser tão complexos a ponto de se tornarem ineficazes, por outro lado, entende-se que ao utilizar fundamentos econômicos pode-se maximizar o potencial da legislação a fim de beneficiar o setor empresarial.

REFERÊNCIAS

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. 30-40, 2011.

BRASIL. *Lei n. 11.101. de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11101.htm. Acesso em: 25 de março. 2021.

BRASIL. *Lei n. 14.112 de 2020. Altera as Leis nos 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 10.522, de 19 de julho de 2002, e 8.929, de 22 de agosto de 1994, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2020/Lei/L14112.htm#art1. Acesso em: 25 de março de 2021.

COELHO, Fábio Ulhôa. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Saraiva, 2011.

COELHO, Paulo Leal. *Dos Limites para a aplicação do "CRAM DOWN" pelo juiz*. Salvador, 2019. Disponível em: <http://portal.faculdadebaianadedireito.com.br/portal/monografias/Paulo%20Leal%20Coelho.pdf>. Acesso em: 18 de abril de 2021.

FIANI, Ronaldo. *Teoria dos Jogos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

GONÇALVES, Oksandro Osdival; SIQUEIRA, Felipe de Poli de. *A aprovação do plano de recuperação de empresas: uma questão de escolha a luz da teoria dos jogos*. Revista da AJURIS, Curitiba, v. 41, n. 133, p. 365-391, 2014.

MAMEDE, Gladston. *Falência e recuperação de empresas*. São Paulo: Atlas, 2020.

NEUMANN, John Von; MORGENSTERN, Oskar. *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton: Princeton University Press, 1953. pp. 15-16.

PIMENTA, Eduardo Goulart. *Recuperação de empresas*. São Paulo: IOB, 2006.

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

ROSA, Alexandre Morais da. *Guia Compacto do Processo Penal Conforme a Teoria dos Jogos*, Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2013.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial Falência e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Saraiva Jus, 2019.