

# Direito e Economia

## AS ASSEMBLÉIAS DE CREDORES E PLANO DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS: UMA VISÃO EM TEORIA DOS JOGOS

MILTON BAROSSO-FILHO

*I — Composição das assembléias de credores e a validade da hipótese de homogeneidade das preferências. II - O plano de recuperação, fusões, incorporações e divisões de empresas e reavaliação de ativos: II — 1. O plano de recuperação; II — 2. Fusões, incorporações, divisões de empresas e reavaliação de ativos.*

O objetivo do conteúdo destas observações, concernentes à aplicação de conceitos da Teoria dos Jogos à análise dos desdobramentos possíveis da instituição da assembléia de credores e do plano de recuperação de empresas, previstos na Lei 11.101/2005, abrangem os seguintes tópicos:

1. A composição das assembléias de credores. De acordo com o art. 41 da referida lei, os credores são divididos em grupos com o objetivo de participarem da assembléia geral e de subassembléias;

2. A validade ou não da hipótese de preferências homogêneas. Trata-se, em verdade, de um critério de agrupamento de indivíduos que, supostamente, tenham, em sua grande maioria, as mesmas preferências;

3. Critério de deliberação distinto para as diferentes classes de credores nas respectivas subassembléias;

4. Papel econômico do plano de recuperação e reavaliação de ativos: formalismo do devedor para atender aos critérios da lei, em detrimento de uma análise criteriosa, com fundamento econômico-financeiro, conclusiva à continuidade da empresa na atividade econômica.

A metodologia analítica a ser empregada reporta-se a dois procedimentos: em alguns casos a que se referem os itens acima destacados, recorreremos à argumentação teórica com base em conceitos da Teoria dos Jogos. São os casos, por exemplo, dos itens 1, 2, 3 e 4. Por outro lado, tentaremos modelar contra-exemplos, através de jogos não-cooperativos, referentes aos itens 1, e 2.

A discussão que se segue tem foco econômico por tratar-se de aplicação da Teoria dos Jogos. Na verdade, vamos incursionar em situações e discussões que envolvem, nitidamente, uma interface da Ciência Jurídica com a Ciência Econômica. Essencialmente, a Teoria dos Jogos não se aplica apenas à análise econômica, mas principalmente a situações envolvendo indivíduos tomadores de decisões, derivadas da formulação prévia de estratégias comportamentais no mundo dos negócios.

*I — Composição das assembléias de credores e a validade da hipótese de homogeneidade das preferências*

Os critérios adotados para a constituição das assembléias de credores apresen-

tam um desvio de consistência que podem levar à formação de grupos com preferências internas heterogêneas. A relevância desta observação reporta-se, em princípio, à validade da hipótese de preferências homogêneas. Neste caso, a dedução de resultados gerais relativos às preferências do grupo está amparada em comportamentos que mimetizam as preferências individuais. Sendo assim, podemos admitir que os indivíduos, agindo de forma a maximizar resultados individuais, estarão também buscando o benefício máximo para o grupo.

Por outro lado, admitindo que as preferências de um grupo decisivo sejam heterogêneas, o argumento acima apresentado pode ser negado parcial ou totalmente. Além disso, abre-se espaço para a manifestação de comportamentos estratégicos capazes de modificar a máxima Paretiana. Surge a possibilidade de aplicar alguns conceitos da teoria dos jogos não-cooperativos como referencial analítico à modelagem comportamental estratégica dos agentes econômicos em questão. Caso a heterogeneidade seja completa, não há como obter-se resultado em termos do grupo, pois todos os seus membros são tão distintos que a melhor estratégia é, puramente, a individual. No entanto, em termos práticos ou experimentais para a Lei 11.101/2005, a heterogeneidade dos grupos pode ser admitida como intermediária; isto é, a mesma caracteriza-se por elementos comuns subgrupais.

A constituição de grupos heterogêneos a partir de subgrupos com preferências ou interesses mais homogêneos do que o geral abre a possibilidade do exercício de poder por meio de acordos ou convenções em que prevaleçam a vontade de uma maioria minoritária. Caso a maioria minoritária caracterize a possibilidade do exercício de uma estratégia dominante estrita, então as preferências destes prevalecem. Em caso contrário, a incapacidade de se constituir uma estratégia dominante dentro de um grupo a partir de subgrupos desaparece quando subgrupos de grupos distintos concor-

dam em agir de forma estratégica para reproduzir a situação benéfica inicialmente idealizada pelo subgrupo original.

Como exemplo concreto das formulações estratégicas teóricas acima delineadas, podemos admitir duas situações específicas, uma delas ocorrendo no caso da *Varig*:

1. a capacidade dos credores em conseguir, judicialmente, o reconhecimento de determinados tipos de créditos contra a companhia que recorre a uma recuperação judicial;

2. a intersecção de credores ou elementos de subgrupos pertencentes a grupos credores distintos.

No primeiro caso, há a possibilidade de constituição de subgrupos já pré-dispostos a uma decisão estratégica através de um *screening* de credores. Esta estratégia prévia depende da aceitação do devedor; no entanto a lei é clara quanto às possibilidades de contestação judicial dos chamados créditos reconhecidos.

No segundo caso, claramente o mais usual, as preferências de subgrupos pertencentes a um grupo, são transportadas para outro ou outros subgrupos de outro(s) grupo(s). Neste sentido, as decisões de um grupo de credores podem depender das decisões tomadas, previamente, por outro grupo de credores. O advérbio de tempo *previamente* é fundamental nessa análise, uma vez que a Lei 11.101/2005 não estabelece a seqüência de realização das subassembléias, a um momento comum de tempo, ou simultâneo. A seqüencialidade das decisões das subassembléias é outro fator estratégico à análise.

Vamos admitir um exemplo teórico capaz de ilustrar a discussão anterior. Por simplicidade teórica, admite-se seja possível constituir dois subgrupos em cada subassembléia de credores, como previstas pela Lei 11.101/2005. No caso da subassembléia dos credores com garantias reais, o subgrupo II congrega a maioria absoluta dos créditos e tem por interesse, por exemplo, a decretação da falência da empresa que

pretende, ao invés, aprovar o plano de recuperação judicial. Os resultados provenientes das escolhas envolvendo as duas estratégias possíveis levam à caracterização de uma situação de exercício da estratégia dominante. Então temos o seguinte:

1. {I, II}: conjunto de credores com garantias reais, composto de dois subgrupos, em que o subgrupo II detém a maioria relativa dos créditos em relação ao total;

2. {F, NF}: duas estratégias prováveis quando da tomada de decisão pela subassembléia dos credores com garantias reais;

3. Os resultados ou *payoffs* encontram-se dentro da matriz de dimensão 2x2;

4. A notação  $\mu(\cdot)$  refere-se a um *payoff* que depende do resultado de outro *payoff*, proveniente de uma estratégia tomada pelo grupo de credores com garantias reais.

*Subgrupo*: credores com garantias reais

I/II	F	NF
F	(20, -5)	(15, 5)
NF	(0, 10)	(10, 10)

*Subgrupo*: credores outros

I/II	F	NF
F	$\mu(20, -5)$	$\mu(15, 5)$
NF	$\mu(0, 10)$	$\mu(10, 10)$

Claramente, a estratégia (F,F) = (20, -5) é uma solução por dominância estrita, apesar de (NF,NF) = (10,10) representar uma situação em que a recuperação econômico-financeira da empresa conduziria a um equilíbrio benéfico a ambas as partes, além da empresa. A prevenção da manifestação deste tipo de comportamento não está garantida uma vez que a sistemática de apuração do resultado desta subassembléia está calcada na representatividade relativa em comparação ao total de créditos dos credores com garantias reais.

No caso da subassembléia de credores outros, podemos admitir uma situação em que seus *payoffs* sejam dependentes do resultado obtido na assembléia anterior in-

dependente da seqüência temporal em que ocorram, desde que reproduzidas no grupo as preferências que levaram à tomada da decisão do grupo anterior. No jargão econômico usual podemos nos referir à ocorrência de ratificação do comportamento anterior porque estamos diante de uma situação em que as decisões se dão por *path dependency*. Portanto, basta a formação de um subgrupo, com capacidade de reprodução em mais de uma subassembléia, constituído de 2/3 do total dos créditos, ou mesmo com capacidade para convencer os demais credores e a solução se encaminhará no sentido da predominância pela falência. Neste sentido, critérios de deliberação distintos para as diferentes classes de credores nas respectivas subassembléias reforçam um comportamento estratégico cooperativo unilateral.

De acordo com Nash (1956), não estamos mais diante de uma situação em que os indivíduos maximizam seus resultados levando em consideração o que é melhor para os mesmos e para o grupo como um todo. Trata-se de um exercício próximo daquele em que desconsideramos a hipótese de que, individualmente, um agente ou conjunto de agentes econômicos, sejam capazes de alterar o preço de mercado de um bem ou serviço.

## II — O plano de recuperação, fusões, incorporações e divisões de empresas e reavaliação de ativos

### II — 1. O plano de recuperação

Do ponto de vista legal, o plano de recuperação foi concebido como um instrumento contendo intenções e estratégias capazes de conduzir a empresa a uma nova situação econômico-financeira. Na verdade, trata-se de um plano a ser apresentado e referendado pelas distintas classes de credores da empresa cuja reestruturação se pretende, com a finalidade de manter suas operações. Nota-se que, em momento algum, há na lei preocupação com a defini-

ção econômica de empresa, o que leva a um questionamento básico quanto à veracidade ou propriedade da recuperação como alternativa econômico-financeira viável. Em tese, não se encontram os questionamentos usuais envolvendo argumentos claros da teoria do bem-estar social que associam a necessidade do plano de recuperação a uma situação econômico-financeira viável.

Além disso, a previsão de um plano de recuperação não está associada a conceitos econômicos importantes como a definição de empresa, sua função social e estrutura de mercado em que a mesma se insere. Isto é, a recuperação econômico-financeira de uma empresa não depende apenas de suas características individuais. Neste sentido, a concepção de um fluxo de caixa líquido futuro limita-se a um exercício didático fictício, presente em exemplos de livros-texto.

## II — 2. Fusões, incorporações, divisões de empresas e reavaliação de ativos

Se o plano de recuperação puder assumir a dimensão de uma simples exposição de motivos que satisfaça os requisitos legais, a real situação econômico-financeira da empresa será uma informação simétrica apenas ao gestor. Isto é, o bom gestor financeiro de uma empresa prevê, com certa antecedência, a tendência futura de sua operacionalidade, principalmente no que se refere à receita futura esperada e à previsão de lucros esperados. A disponibilidade desta informação, cuja liberação é simétrica apenas no caso dos gestores mais próximos ao controle das operações, é um atributo relevante na tomada de decisões no âmbito de fusões, incorporações e divisões do capital.

Embora não haja menção explícita na Lei 11.101/2005 quanto a punições previstas em caso de fusões, incorporações e ou divisões do capital da empresa em algum momento de tempo anterior ao pedido de recuperação judicial, a caracterização evi-

dente e grosseira de tais subterfúgios pode gerar decisões judiciais que proporcionem conhecimento futuro, por parte dos agentes econômicos, quanto a uma jurisprudência prudente.

Com o objetivo de abordar o tema desta subseção, vamos admitir o caso de uma anônima aberta, com ativo imobilizado considerável e que pretenda ingressar em juízo, em futuro próximo, com pedido de recuperação judicial. Pode-se, portanto, tratar de uma *holding*, uma controladora de outras, ou que detenha participação em coligadas. Neste caso, podemos ainda admitir duas situações:

1. A empresa original tenta se desfazer de participações em coligadas ou do controle das controladas, como estratégia de arrecadar recursos e cumprir parcial, ou totalmente, os compromissos com credores. Trata-se de um procedimento normal em termos do mundo empresarial capitalista;

2. De outra forma, a empresa pode decidir-se por outra estratégia: a de reclassificar seus ativos originais através da “venda” para ou “incorporação” em controladas, principalmente. Trata-se, portanto, de uma estratégia de “redistribuição” de riscos, podendo permanecer como ativo da empresa original aqueles cujos fatores de risco atribuíveis sejam os mais elevados.

A segunda situação retrata uma possibilidade analítica mais rica em termos da aplicação da teoria dos jogos. Por isso vamos nos concentrar neste aspecto admitindo que os gestores da sociedade conheciam a Lei 11.011/2005 e sejam capazes de estabelecer estratégias legais preventivas que levem à materialização de uma situação específica. Isto é, o instituto da falência propriamente dita. Vamos admitir ainda, do ponto de vista econômico-financeiro, que uma empresa recuperável dificilmente lançará mão, no jogo empresarial, de uma estratégia recorrente à recuperação judicial. Com isto estamos tomando por base que empresas em situação econômico-financeira duvidosa momentânea rara-

mente recorrerão a uma tentativa de recuperação judicial. Esta situação, do ponto de vista estratégico, tem o mesmo efeito derivado da ida de uma instituição financeira brasileira ao redesconto.<sup>1</sup>

Na verdade, o que se afirma a partir desta reflexão analítica, é que, ao aprender com alguns casos em que já se recorreu à recuperação judicial, as próximas tentativas serão exercícios de aprimoramento quando da construção de uma estratégia dominante, cujo resultado seja a decretação da falência. Neste caso, o *outcome* {F,F} prevalecerá, trazendo benefícios claros aos credores com garantias reais, primeiramente e, aos demais credores, em seguida. Vale dizer que a empresa recuperável jamais recorrerá ao Judiciário em busca da recuperação judicial.

A alternativa desenhada na Lei 11.101/2005 para substituir a figura da concordata, produz um aprendizado que pode resultar, sempre, na busca da falência, como estratégia dominante.

Vamos admitir duas situações adicionais: no primeiro caso, a empresa sempre foi saudável e assim se mostrou para o mercado principalmente quando da liberação de informações contábeis. Por qualquer que seja a razão, por exemplo, conjuntura macroeconômica desfavorável que tenha afetado os principais mercados consumidores de seus produtos, a empresa encontra-se em dificuldades momentâneas. Portanto, não há razões microeconômicas, ou ainda operacionais, para a empresa encontrar-se em dificuldades financeiras. O razoável seria, do ponto de vista de uma boa gestão econômico-financeira, recorrer aos credores e re-escalonar os débitos de forma pactuada.

1. O custo desta decisão danifica a imagem da instituição financeira e, demanda, num futuro próximo outra recorrência ao redesconto. Podemos afirmar que o redesconto e o plano de recuperação judicial podem se enquadrar em casos conhecidos dos economistas por *self-fulfilling prophecies*. Em última instância, apenas as empresas *de facto* no corredor da falência tentam a recuperação judicial como uma *last resort attitude*.

No entanto, se além do problema macroeconômico conjuntural, a empresa for deficiente do ponto de vista microeconômico ou operacional, então, no longo prazo, sua função social é discutível. Isto coloca em dúvida o papel prático a ser desempenhado pela execução da própria lei.

Num segundo caso percebe-se que a empresa tem problemas operacionais que podem excluí-la do mercado pelas seguintes razões, por exemplo: eficiência tecnológica; baixo grau de exposição à concorrência ou, ainda, excesso de proteção do mercado por meio de mecanismos pertinentes ao marco regulatório. Neste caso os gestores conseguem prever, a partir das informações que lhes são disponíveis, o horizonte de tempo em que a empresa é capaz de sobreviver, antes de falir ou tentar uma recuperação judicial, amparada pela Lei 11.101/2005. O que é possível fazer nestas circunstâncias? A resposta à indagação não é simples diante da inexistência de prática o suficiente da Lei 11.101/2005. No entanto, teoricamente, e com base em argumentos da teoria dos jogos, podemos traçar um *trend* provável.

Sempre partindo do perfil de empresa que se habilita a uma recuperação judicial, podemos perceber que os agentes econômicos podem, de forma racional, recorrer à recomposição dos ativos distribuindo riscos para controladas e coligadas, realizando-as. O restante, isto é, o que restou do ativo imobilizado pode ser uma opção à recuperação judicial que, certamente, trilhará o caminho da falência. A possibilidade de reavaliação dos ativos de empresas que dispõem de um imobilizado de uso próprio muito elevado ratifica a estratégia dominante da falência. Nestes termos, a denominação atribuída à Lei 11.101/2005 de "Lei de Falências" é apropriada, pois permite a produção de um artifício de aprendizado e construção de estratégias dominantes de falência.

O Poder Judiciário perceberá, ao longo do tempo, as estratégias construídas,

racionalmente, pelos particulares com vistas à recuperação judicial. No entanto, até que se aperfeiçoe esse aprendizado o jogo será dominado por estratégias complexas que, nem sempre, conduzem à obtenção do benefício máximo para a sociedade. Neste sentido, há que se considerar o papel da

heterogeneidade das preferências na composição dos subgrupos de decisão; a dinâmica do tempo na realização das sub-sembléias e, fundamentalmente, um poucos mais de conhecimento da Teoria Econômica e Estratégias, quando da concepção de leis dessa natureza e importância.