

coordenadores

Carlos Henrique Abrão
Fátima Nancy Andrighi
Sidnei Beneti

10

ANOS *de* VIGÊNCIA *da* LEI *de* RECUPERAÇÃO e FALÊNCIA (Lei n.11.101/2005)

FGV DIREITO SP

Retrospectiva geral contemplando
a Lei n. 13.043/2014 e a
Lei Complementar n. 147/2014

Alfredo Luiz Kugelmäs • Arthur Migliari Júnior • Bruno Meyerhof Salama •
Carlos Henrique Abrão • Eronides Aparecido Rodrigues dos Santos • Fábio
da • Fábio Ulhoa Coelho • Fabrício
pior • Jorge Lobo • Jorge Luiz Lopes
347.736(81) D532

10 anos de vigência da Lei de Recuperação e
Falência (Lei n. 11.101/2005) / coordenador
es Carlos Henrique Abrão, Fátima Nancy An
ergio Pinto Martins • Sidnei Beneti



1201501793

SONO

Saraiva

- 13. Prazo decadencial para o manejo da ação revocatória falencial 332
- 14. Situação do terceiro que participou do negócio desprovido de eficácia perante a massa falida 333
- 15. Conclusões 336

13 RECUPERAÇÃO E FALÊNCIA DE PEQUENAS E MICROEMPRESAS – A LEI COMPLEMENTAR N. 147/2014 337

Carlos Henrique Abrão

- 1. Introdução 337
- 2. A ordem constitucional e seu modelo 340
- 3. O empreendedorismo e o papel da secretaria da pequena e microempresa 343
- 4. O sistema vigente na Lei n. 11.101/2005 e suas reformas 346
- 5. Regulamentação da recuperação e seus percalços 351
- 6. Custo-benefício da recuperação e suas etapas 354
- 7. Requerimento da recuperação e o plano de reorganização 356
- 8. Arranjos, formas de pagamento e flexibilização do negócio 358
- 9. O importante papel da LC n. 147/2014 360
- 10. O papel da jurisprudência e sua lacuna 363
- 11. Continuação do negócio e avaliação do risco 365
- 12. O papel do juízo e sua importância legal 367
- 13. O direito comparado e sua experiência 369
- 14. O rearranjo do empreendedorismo da recuperação judicial 371
- 15. A década legal e seu futuro 374

14 A RACIONALIDADE ECONÔMICA DO DIREITO FALIMENTAR: REFLEXÕES SOBRE O CASO BRASILEIRO 379

Bruno Meyerhof Salama e Fabio Weinberg Crocco

- I. Introdução 379
- II. A universalidade da falência 381
 - II.A. Conceito fundamental 381

- II.B. Disciplina jurídica: síntese 381
- II.C. Racionalidade econômica 385
 - II.C.a. Maximização do valor dos ativos 386
 - II.C.b. Minimização de custos de transação 388

III.A insolvência empresarial como insuficiência de caixa 393

- III.A. Conceito fundamental 393
- III.B. Disciplina jurídica: síntese 394
- III.C. Racionalidade econômica 397

IV. Responsabilidade de sócios e administradores pelo agravamento de crises econômico-financeiras: o dever de declarar a autofalência 402

- IV.A. Conceito fundamental 402
- IV.B. Disciplina jurídica: síntese 402
- IV.C. Racionalidade econômica 403

V. Realização do ativo 411

- V.A. Conceito fundamental 411
- V.B. Disciplina jurídica: síntese 412
- V.C. Racionalidade econômica 414

VI. Conclusões 418

15 OS CRÉDITOS TRABALHISTAS NA RECUPERAÇÃO E NA FALÊNCIA 421

Fábio Augusto Branda

- 1. Introdução 421
- 2. Direito do Trabalho. Posição doutrinária 423
- 3. Direito do Trabalho. Origens 428
- 4. Direito do Trabalho e a Recuperação Judicial e Falência 432
- 5. Posição do Supremo Tribunal Federal e Superior Tribunal de Justiça 439
- 6. Recuperação judicial. Visão dos credores não trabalhistas 443
- 7. Conclusões sistematizadas 445

A RACIONALIDADE ECONÔMICA DO DIREITO FALIMENTAR: REFLEXÕES SOBRE O CASO BRASILEIRO

Bruno Meyerhof Salama¹

Fabio Weinberg Crocco²

"Se estivermos prontos a aceitar o diálogo com as demais áreas do conhecimento e tivermos a humildade de confrontar nossas certezas doutrinárias com as evidências que nos cercam, estaremos aptos a atingir o objetivo mais elevado do legislador-jurista: fazer da lei um instrumento da sociedade para atingir, com menor esforço e maior justiça, o bem-estar social condizente com a etapa de desenvolvimento em que nos encontramos."

Senador Ramez Tebet, Parecer da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal sobre o Projeto de n. 71/2003, que resultou na Lei n. 11.101/2005.

I. INTRODUÇÃO

O decurso de dez anos do início da vigência da Lei de Recuperação de

1 Professor associado da FGV Direito São Paulo onde dirige o Núcleo de Direito, Economia e Governança. Conselheiro titular do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN. Mestre e doutor em direito pela Universidade da Califórnia, em Berkeley, e bacharel pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). É admitido a praticar direito pela OAB e pelo New York Bar. Autor de diversas obras publicadas e premiadas no Brasil e no exterior, inclusive o livro recentemente lançado *O fim da responsabilidade limitada no Brasil* (Malheiros, 2014).

2 Advogado em São Paulo. Mestre em direito (Magister Juris) pela Universidade de Oxford. Mestrando em direito (LL.M.) pela Universidade de Stanford. Bacharel em direito pela FGV Direito São Paulo.

Empresas e Falências (LRF)³ marca o momento em que não só o Direito Falimentar, mas o Direito Comercial de modo geral e, em certa medida, todo o Direito Privado, passaram a ser crescentemente concebidos como um aspecto da política pública estatal⁴. Essa passagem trouxe impactos marcantes tanto para a doutrina quanto para a jurisprudência⁵. Para a doutrina, significou uma aproximação entre o Direito Comercial e o Direito Econômico – o primeiro, seara da coordenação privada; o segundo, do planejamento estatal. Para a jurisprudência, marcou o momento em que o Judiciário passou a ter que enfrentar de modo ainda mais direto o tema dos impactos econômicos de suas decisões.

Integrar as consequências à lógica da formulação de decisões judiciais nunca foi tarefa simples. Porém, é certo que muito se pode aprimorar na aplicação da lei quando se conhece bem a lógica econômica das regras e princípios, e é disso que trata este texto. Em particular, aqui nos dedicamos a examinar separadamente, em seções distintas, a racionalidade econômica de quatro aspectos centrais da LRF, a saber: (i) o princípio da universalidade da falência, (ii) o conceito de insolvência empresarial como predominantemente ligado à *falta de caixa* (e não à existência de *déficit patrimonial*),

3 Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005.

4 Não por acaso, o Parecer da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal a respeito do projeto de lei que resultou na LRF indicava estar tal lei orientada para as seguintes finalidades: (i) preservação da empresa; (ii) recuperação das sociedades e empresários recuperáveis; (iii) retirada do mercado de sociedades ou empresários não recuperáveis; (iv) proteção aos trabalhadores; (v) redução do custo do crédito no Brasil; (vi) promoção da celeridade e da eficiência dos processos judiciais; (vii) promoção da segurança jurídica; (viii) estímulo à participação ativa dos credores; e (ix) a maximização do valor dos ativos do falido. Para mais detalhes, ver: Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal. *Parecer Sobre o Projeto de Lei da Câmara, n. 71 de 2003*, 2004, Rel. Sen. Ramez Tebet.

5 Sobre o tema, ver: SALAMA, Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: história, direito e economia*. São Paulo: Malheiros, 2014, cap. 5. E ainda, PARGENDLER, Mariana S.; SALAMA, Bruno Meyerhof. *Direito e consequência no Brasil: em busca de um discurso sobre o método*, *Revista de Direito Administrativo*, n. 257, Rio de Janeiro, Brasil (2013).

(iii) a responsabilização de sócios e administradores pelo agravamento de crises econômico-financeiras de empresas, e (iv) o processo de realização do ativo de empresas insolventes. A tudo segue uma breve conclusão.

II. A UNIVERSALIDADE DA FALÊNCIA

II.A. CONCEITO FUNDAMENTAL

O princípio da universalidade da falência fundamenta a natureza coletiva e compulsória do processo falimentar. Sua racionalidade econômica é de facilitar a coordenação entre credores no contexto pré-falimentar. Tornar a falência universal significa reduzir incentivos para as chamadas *corridas de credores*, isto é, a busca desordenada e precipitada pela cobrança por parte dos credores motivada pelo receio de que os ativos do devedor se esgotem antes da satisfação de seus respectivos créditos. O maior nível de coordenação promovido pela aplicação do princípio da universalidade promove não apenas a igualdade entre credores, mas também cria condições tanto para minimizar custos diversos que surgem durante a falência e no período pré-falimentar, quanto para maximizar o valor dos ativos do falido.

II.B. DISCIPLINA JURÍDICA: SÍNTESE

No Brasil, assim como em diversas outras jurisdições, o processo falimentar é coletivo e compulsório⁶. É coletivo porque a relação entre o de-

6 João Otávio de Noronha e Sérgio Mourão Corrêa Lima esclarecem que “a universalidade manifesta-se sob os aspectos formal (ou processual) e material (ou obrigacional). Ao dispor que ‘o juízo da falência é indivisível e competente para conhecer todas as ações sobre bens, interesses e negócios do falido’ (art. 76) a Nova Lei de Falências refere-se à unidade formal ou processual (competência do juízo falimentar). Diversamente, ao determinar a suspensão das providências individuais dos credores (art. 6º, *caput*), submetendo-os a um concurso [...] o legislador impõe a universalidade material ou obrigacional”. In: NORONHA, João Otávio de; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão. Comentário ao art. 6º. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Birna; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 84. Assim, será objeto desta seção o princípio da universalidade sob o aspecto material.

vedor insolvente e seus credores é disciplinada em conjunto. Ou seja, não se trata mais de execuções individuais paralelas por meio das quais credores cobram seus créditos individualmente⁷. O processo falimentar é também compulsório porque, em regra, credores de devedores insolventes não podem subtrair-se ao juízo da falência.

Diversos dispositivos previstos na LRF incorporam elementos característicos do princípio da universalidade da falência⁸. Em particular, o caráter coletivo do processo falimentar é reforçado pelo disposto no art. 99, inc. V, da LRF, que prevê que a sentença que decretar a falência ordenará a suspensão de todas as ações e execuções contra o falido⁹. Assim, a decre-

7 Credores não podem requerer a falência de devedores com o propósito de pressionar o pagamento de dívidas. A esse respeito, vale notar que o art. 101 da LRF dispõe que "quem por dolo requerer a falência de outrem será condenado, na sentença que julgar improcedente o pedido, a indenizar o devedor, apurando-se as perdas e danos em liquidação de sentença". A respeito das diferenças entre a falência e processos de execução individual, Theodoro Júnior observa que nesses últimos processos "a incidência sobre o patrimônio do devedor há de se fazer, em princípio, parcialmente, isso é, não atingindo todos os seus bens, mas apenas a proporção indispensável para a realização do direito do credor". THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de direito processual civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 11. Carvalho de Mendonça, por sua vez, assinala que "não é a falência o meio normal de obter o credor o cumprimento exato da obrigação assumida pelo devedor, se este, por motivos atendíveis ou ainda por culpa, má-fé ou força maior, não a desempenha, nem se acha em condições de desempenhá-la, mas o remédio extraordinário, que institui o concurso de credores sobre o patrimônio realizável do devedor comum, manifestada que seja a impossibilidade de satisfazer pontualmente seus compromissos". CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1947, v. VII, n. 12.

8 Esclarecemos que não objetivamos citar todas as regras relacionadas ao princípio em questão, mas apenas algumas que têm relevância para esta análise. Não afirmamos que os dispositivos mencionados a seguir são exclusivamente fundados no princípio em questão, uma vez que diversas regras por vezes são fundadas em mais de um princípio.

9 Nesse sentido, Carlos Henrique Abrão afirma que "*esse postulado [art. 99, inc. V, da LRF] representa a vis attractiva do juízo universal*". ABRÃO, Carlos Henri-

tação da falência marca a transição de um estágio em que podem coexistir diversos procedimentos executórios paralelos, para outro em que há apenas um processo coletivo¹⁰.

O caráter compulsório do processo falimentar, por sua vez, está evidenciado no art. 115 da LRF¹¹, que dispõe que a decretação da falência

que. Comentários ao Art. 99. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 363. O princípio em comento também está refletido no art. 6º, *caput*, da LRF, que dispõe que "a decretação da falência ou o deferimento do processamento da recuperação judicial suspende o curso da prescrição e de todas as ações e execuções em face do devedor, inclusive aquelas dos credores particulares do sócio solidário". Cumpre esclarecer, porém, que, conforme aponta Bezerra Filho, a suspensão em questão "é de natureza processual e portanto atua sobre o direito de ação, não envolvendo direito material". Cf. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 9. ed., 2013, p. 72. Para considerações sobre a racionalidade da suspensão de ações e execuções no contexto da recuperação judicial, ver: AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 125-157.

10 Cumpre notar que existem diversas exceções à regra geral em questão. Por exemplo, está previsto no art. 187 do Código Tributário Nacional que a "cobrança judicial do crédito tributário não é sujeita a concurso de credores ou habilitação em falência, recuperação judicial, concordata, inventário ou arrolamento". Porém, dados os propósitos deste artigo, não se pretende esgotar aqui todas as exceções à regra.

11 Paulo Salvador Frontini ressalta a relação direta entre o dispositivo normativo em questão e o princípio da universalidade da falência, confira-se: "Afirma o dispositivo [art. 115 da LRF] na verdade que nenhum credor poderá subtrair-se do juízo da falência. Esta se revela, assim, universal em relação a todos os credores". In: FRONTINI, Paulo Salvador. *Comentário ao art. 115*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 430. No mesmo sentido se posiciona Ricardo Tepedino ao afirmar que "o dispositivo em foco [art. 115 da LRF] anuncia a característica central do processo falimentar: o concurso universal de credores sobre o patrimônio do devedor – ou a sua execução coletiva". TEPEDINO, Ricardo.

sujeita todos os credores, os quais somente poderão exercer seus direitos sobre os bens do falido e dos sócios ilimitadamente responsáveis na forma prevista na referida lei¹².

A LRF também estabelece mecanismos que permitem desfazer os efeitos de atos que possibilitem que credores não se sujeitem ao juízo falimentar. Tais mecanismos abrangem, por exemplo, regras que disciplinam a ineficácia e a revogação de atos praticados antes do decreto falimentar. Por exemplo, o art. 129, inc. I, da LRF determina serem ineficazes em relação à massa falida pagamentos de dívidas não vencidas realizados pelo devedor dentro do termo legal por qualquer meio extintivo do direito de crédito, ainda que pelo desconto do próprio título¹³. Ou seja, podem ser declarados ineficazes atos que impliquem o pagamento prioritário de determinados credores em detrimento dos demais. Se esses pagamentos produzissem efeitos em relação à massa falida, credores pagos antecipadamente estariam livres do juízo falimentar.

Há também regras que, por meio de sanções econômicas, visam dissuadir credores de frustrarem o caráter compulsório e coletivo do processo falimentar mediante a prática de atos com dolo ou má-fé¹⁴. Vale citar, por exemplo, o disposto no art. 152 da LRF, que prevê que credores deverão restituir em dobro as quantias recebidas, acrescidas de juros, se ficar evidenciado dolo ou má-fé na constituição de garantias. Pode-se argumentar,

Comentário ao art. 115. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 115.

12 O processo falimentar também se aplica para credores de dívidas ainda não vencidas. Isso porque nos termos do art. 77 da LRF "a decretação da falência determina o vencimento antecipado das dívidas do devedor e dos sócios ilimitada e solidariamente responsáveis, com o abatimento proporcional dos juros".

13 Para análise mais detalhada sobre o tema ver: ABRÃO, Nelson. *Da ação revocatória*. 2. ed. São Paulo: Leud, 1997.

14 Diferentemente das regras que disciplinam a ineficácia e a revogação de atos praticados antes da falência, as quais meramente restauram a situação pré-falimentar, o dispositivo em comento é dotado de natureza punitiva, uma vez que estabelece sanção para credores que agirem com dolo ou má-fé.

portanto, que essa regra também reforça o princípio da universalidade da falência, já que a execução de determinados tipos de garantia, tais como as garantias fiduciárias, não está sujeita ao procedimento coletivo da falência.

II.C. RACIONALIDADE ECONÔMICA

O que explica o princípio da universalidade da falência? A doutrina brasileira costuma justificá-lo – embora nem sempre de modo expresso – com fundamento no princípio da equidade¹⁵. Essa posição não é incorreta,

15 Ver por exemplo, TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Comentários ao art. 6º*. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 70. (notando que "[o] caráter concursal desses regimes [falência e recuperação judicial] explica a suspensão [de ações e execuções movidas contra o devedor], uma vez que os credores, de um modo geral são chamados a participar dos processos e devem ter tratamento equânime"). No mesmo sentido, BALBINO, Márcia de Paoli. *Comentários ao art. 99*. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Birna; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 739 ("[a] suspensão das ações é efeito da sentença de falência, cujo escopo é o de resguardar a dispensa de igual tratamento aos credores no juízo universal falimentar. O princípio consiste na garantia da observância do igual tratamento a ser dispensado aos credores, no curso que se verifica no processo falimentar, autêntica execução coletiva, de que decorre a obrigatoriedade do pagamento proporcional e em rateio para cada das diversas classes de credores [...]"). Ver também ANDRIGHI, Fátima Nancy. *Comentários ao art. 75*. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Birna; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 499 ("Vale dizer: é necessário o estabelecimento de um único juízo competente para o conhecimento e julgamento das ações patrimoniais contra a massa (*vis attractiva*) para que se possibilite a efetivação do princípio segundo qual são todos os credores sujeitos a esse juízo, em condição de igualdade (*par conditio creditorum*)". E, ainda, VALVERDE, Trajano de Miranda. *Comentários à Lei de Falências*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001. v. I, p. 206 ("Correndo a execução sobre a totalidade dos bens do devedor compreendidos na falência (arts. 39 e 41), lógico e justo que as vantagens decorrentes beneficiem a totalidade dos credores").

mas pode ser complementada. É que o princípio da universalidade da falência também permite corrigir incentivos perversos aos quais credores estariam sujeitos na véspera da falência. Como veremos, a universalidade da falência também facilita a tomada de decisões coordenadas e eficientes por parte de credores. A partir dessa concepção, sustentamos que a racionalidade econômica desse princípio seria a de promover a maximização de retornos à massa de credores e a minimização de custos de transação. Vejamos como isso é possível.

II.C.a. Maximização do valor dos ativos

Como uma aproximação inicial, podemos recorrer a uma conhecida metáfora. A concepção tradicional de nosso Direito Comercial justifica o princípio da universalidade da falência como um instrumento que assegura a *divisão equânime dos pedaços do bolo* (i.e., os ativos do falido). Uma análise econômica indica ser também possível conceber o referido princípio como um mecanismo que permite aumentar o *tamanho do bolo*.

Se os procedimentos falimentares não fossem coletivos e compulsórios, credores de devedores insolventes (ou próximos de se tornarem insolventes) teriam incentivos para competirem agressivamente entre si com o propósito de serem os primeiros a alcançar os (muitas vezes escassos) ativos remanescentes. É que, na ausência de procedimentos falimentares, a satisfação dos créditos operaria por ordem de chegada (*first come, first served*, na dicção da doutrina anglo-saxã)¹⁶. Ou seja, os primeiros a executar satisfariam seus créditos, ao passo que os últimos poderiam receber parcialmente ou não receber nada ante o esgotamento dos ativos do devedor¹⁷.

Os incentivos para participar de *corridas de credores* podem ser ilustrados com relativa facilidade. Tomemos por base o caso hipotético de uma empresa cujo endividamento total é de R\$ 200.000 e que deve quantias iguais (i.e.

16 Sobre o tema, v. BAIRD, Douglas G. *Elements of Bankruptcy*, Nova Iorque: Foundation Press, 5. ed., 2010.

17 A literatura se refere a esse fenômeno hipotético como "*race to collect*", ou "corrida para a cobrança". Cf. JACKSON, Thomas J. *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Washington, D.C.: Beardbooks, 1986.

R\$ 100.000) a apenas dois credores. Suponha que os ativos dessa empresa, se alienados em conjunto, perfaçam o montante de R\$ 140.000, mas, se vendidos de modo fragmentado, correspondam a apenas R\$ 110.000.

Esse exemplo é realista porque, por motivos que serão expostos em mais detalhes na seção IV deste artigo, o valor dos ativos em conjunto tende a ser superior em relação à soma dos valores individuais de cada bem. Isso se deve ao fato de que a organização dos ativos para fins produtivos comumente é dotada de valor econômico. Por consequência, compradores geralmente estão dispostos a pagar um prêmio que reflete o valor da organização dos ativos.

No exemplo acima, ambos os credores sabem que, se um deles optar pela via da execução individual, o devedor não terá ativos suficientes para saldar integralmente suas dívidas e não poderá continuar suas atividades. Porém, os credores também têm ciência de que, se colaborarem, poderão chegar a um acordo sobre o futuro do devedor. Por exemplo, poderão promover a venda conjunta dos ativos do devedor ou mesmo renegociar as dívidas.

Caso a alternativa cooperativa venha a ser adotada, o retorno global disponível aos credores será maximizado (i.e. R\$ 140.000), uma vez que essa solução permite a venda conjunta de ativos¹⁸. Assim, os retornos conjuntos decorrentes da eventual cooperação entre os credores seriam superiores em relação àqueles percebidos por credores que adotam estratégias egoístas (i.e. R\$ 110.000). Isso porque essas últimas estratégias envolveriam vendas precipitadas e/ou desorganizadas que não maximizariam o valor dos ativos e/ou implicariam o encerramento precipitado das atividades do devedor.

Vimos que a cooperação favorece o conjunto dos credores. Mas será que eles de fato conseguiriam cooperar se o princípio da universalidade da falência não tivesse sido incorporado na legislação falimentar? Talvez não. Sob um regime em que quem executa primeiro tem preferência para receber, credores teriam fortes incentivos para executar seus créditos indivi-

18 Ou, em certos casos, a continuidade das atividades do devedor mediante a renegociação de suas dívidas.

dualmente. No exemplo exposto acima, o primeiro credor seria pago integralmente (*i.e.* receberá R\$ 100.000) e ao segundo credor restaria apenas o saldo do valor dos ativos do devedor (*i.e.*, R\$ 10.000, ainda no nosso exemplo estilizado)¹⁹. Isso quer dizer que, se não for possível assegurar a cooperação pela via contratual, será preferível para cada credor executar o devedor individualmente. Nesse caso, ambos executarão o devedor, ainda que o resultado conjunto dessa decisão não seja o melhor. Segue que um regime de “o primeiro a cobrar é o primeiro a receber” cria incentivos perversos para uma dinâmica de execuções precipitadas, que não maximizam o valor dos ativos do devedor²⁰.

II.C.b. Minimização de custos de transação

Isso não é tudo. As chamadas “corridas de credores” também são ineficientes porque implicam maiores custos – custos de transação, no jargão dos economistas – para credores. Se os procedimentos falimentares não fossem coletivos e compulsórios, os credores, para poderem estar mais bem posicionados para ganhar eventuais corridas, tenderiam a alocar mais

19 Esclarecemos que a cooperação entre os credores tenderá a não prevalecer em relação a estratégias egoístas (*i.e.* execuções individuais), já que, independentemente da decisão que venha a ser tomada pelo outro credor, ambos os credores serão favorecidos individualmente se optarem por executar seus créditos isoladamente. Por exemplo, se um credor optar por executar e o outro optar por não executar, o credor egoísta que optar por executar receberá seu crédito integralmente. Por outro lado, se o mesmo credor optar por não executar e o outro credor decidir executar o devedor, o primeiro credor receberá apenas R\$ 100.000. Se ambos os credores optarem por executar o devedor individualmente, cada credor receberá R\$ 55.000. Logo, por não saber qual será a decisão tomada pelo outro credor, cada credor terá incentivos racionais para executar o devedor individualmente. Esse modelo analítico é respaldado pela teoria dos jogos. Para considerações sobre a aplicação dessa teoria ao direito, ver: BAIRD, Douglas G.; GERTNER, Robert H.; PICKER, Randal C. *Game Theory and the Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1998.

20 Tais incentivos podem implicar o encerramento de empresas viáveis do ponto de vista econômico ou mesmo arrecadações relativamente menores por parte de credores.

recursos para fiscalizar as atividades de devedores. Em particular, seria do interesse dos credores monitorar intensamente se o devedor está próximo de se tornar insolvente, bem como qual comportamento está sendo adotado pelos demais credores²¹.

Ao estabelecer o princípio da universalidade da falência, portanto, a lei falimentar mitiga os incentivos para que credores participem de dispendiosas e ineficientes *corridas de credores*, e o faz ao estabelecer um mecanismo de coordenação. Os credores acabam tendo incentivos para adotar soluções coordenadas porque antecipam que, ainda que vençam corridas para executar, a falência do devedor será decretada e seus respectivos créditos não serão satisfeitos por ordem de chegada, mas sim *pari passu* com os demais credores²².

Mas por que a lei estabelece um mecanismo de coordenação, se os credores podem (em tese, pelo menos) fazê-lo pela via contratual²³? No

21 Essa alocação de recursos elevaria os custos incorridos por credores, os quais, em grande parte, acabariam sendo repassados aos devedores, por exemplo, no ato da concessão de créditos ou na precificação de produtos e serviços a serem fornecidos. Nesse sentido, ver JACKSON, Thomas J. *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Washington, D.C.: Beardbooks, 1986. Para uma discussão análoga no Direito Societário, ver SALAMA, Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: História, Direito e Economia*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 296-300.

22 Pode-se afirmar, portanto, que a decretação da falência neutralizaria o benefício de executar primeiro, o que promove a adoção de soluções conjuntas com o potencial de gerar resultados coletivos superiores.

23 Cumpre fazer a ressalva de que apenas credores voluntários podem celebrar os contratos com a finalidade de estabelecer mecanismos de cooperação. Sobre a distinção entre credores voluntários e involuntários, ver: SALAMA, Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: História, Direito e Economia*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 408-412. Para uma perspectiva internacional, ver: ARMOUR, John; HERTING, Gerard; KANDA, Hideki. *Transactions with creditors*. In: KRAAKMAN, Reiner; et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. Cap. 5. p. 115-151. Ver também: BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*. Yale Law

mundo real, são raras as situações – tal qual a ilustrada no exemplo estilizado apresentado acima – em que haja pouquíssimos credores. Ademais, a coordenação espontânea entre credores é no mais das vezes implausível, por três motivos principais. Primeiro, é incomum para um credor conhecer de antemão a identidade dos demais credores do devedor. Segundo, ainda que os credores fossem de fácil identificação, haveria desconfiança entre credores e risco de ações oportunistas por parte de alguns deles – afinal, todos estariam competindo pelos (escassos) ativos do devedor. Terceiro, com uma observação mais geral, negociações prévias entre credores tendem a ser custosas e difíceis de serem conduzidas já que envolvem muitas partes e exigem significativos esforços de coordenação.

Tudo isso mostra que faz sentido levar a sério o princípio da universalidade da falência. Ora, por que, então, esse princípio não é absoluto? Isto é: como se pode explicar a existência de regras que relativizam a natureza coletiva e compulsória do processo falimentar? Considere por exemplo o caso do tratamento conferido às garantias fiduciárias²⁴. Note que, na hipótese de decretação da falência do devedor fiduciante, é assegurado aos credores fiduciários o direito de pedir a restituição de bens alienados fiduciariamente²⁵, o que implica a não sujeição desses credores – até o limite do valor do bem garantido – ao concurso falimentar. Essa consequência decorre do fato de que a constituição da propriedade fiduciária em nome do credor implica a exclusão do bem ou direito objeto da garantia fiduciária do ativo do devedor. Por consequência, tal bem ou direito não integra a massa falida.

Journal, 1996, v. 105, p. 857-934.

²⁴ Para análise mais detida sobre a questão ver: CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 298.

²⁵ No art. 7º do Decreto-Lei n. 911/69 está previsto que “na falência do devedor alienante, fica assegurado ao credor ou proprietário fiduciário o direito de pedir, na forma prevista na lei, a restituição do bem alienado fiduciariamente”. O art. 32 da Lei n. 9.514/97, por sua vez, dispõe que, “na hipótese de insolvência do fiduciante, fica assegurada ao fiduciário a restituição do imóvel alienado fiduciariamente, na forma da legislação pertinente”.

Mas será que essa exceção faz sentido econômico? Esse tema é bastante complicado. Há compreensível divergência acadêmica sobre a eficiência de instrumentos de garantia que, tal qual a alienação ou a cessão fiduciária²⁶, juridicamente retiram bens ou direitos do patrimônio do devedor, permitindo a execução individual por parte de credores. Há quem argumente que os mecanismos de garantia em questão não seriam eficientes, pois, ao não impedirem a execução individual de ativos objeto de tais garantias, criariam incentivos para que credores participassem de *corridas de credores*. Conforme mencionado acima, tais execuções poderiam resultar em vendas de ativos de modo fragmentado ou até mesmo no encerramento precoce das atividades de devedores. Além disso, não é incomum encontrar questionamentos em relação à equidade desses mecanismos²⁷.

²⁶ A mesma controvérsia se aplica a outros instrumentos, como, por exemplo, importâncias entregues ao devedor em decorrência de adiantamentos a contratos de câmbio para exportação, as quais, nos termos do art. 86, inc. II, da LRF, devem ser restituídas ao credor após a decretação da falência, mediante pedido de restituição. O mesmo raciocínio também se aplica, por exemplo, a bens adquiridos pelo devedor com reserva de domínio. Nos termos do art. 119, inc. IV, da LRF, o administrador judicial deve restituir a coisa móvel comprada pelo devedor com reserva de domínio do vendedor se resolver não continuar a execução do contrato, exigindo a devolução, nos termos do contrato, dos valores pagos.

²⁷ Nesse sentido, ver, por exemplo, FINCH, Vanessa. *Corporate insolvency law: perspectives and principles*. Cambridge: Cambridge University Press, 2. ed., 2009, p. 628-674. Ver também: HUDSON, John. *The case against secured lending*. International Review of Law and Economics, 1995, v. 15, n. 1, January, p. 47-63. BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*. Yale Law Journal, 1996, v. 105, p. 857-934. No âmbito da doutrina nacional são recorrentes as críticas em relação às garantias que implicam a exclusão de bens ou direitos do ativo do devedor. Tais críticas são feitas, por exemplo, em relação ao disposto no art. 49, § 3º, da LRF, que estabelece que os créditos garantidos por alienação fiduciária de bens móveis e imóveis, entre outros, não estão sujeitos aos efeitos da recuperação judicial. Nesse sentido, ver: BEZERRA FILHO, Manoel Justino. O Estado, a empresa e o mercado: novas tendências de direito econômico e comercial, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 39, 2008 (“[a] nova Lei de Recuperação, antes de preocupar-se com a tentativa de salvação das empresas em crise, preocu-

Outros autores, por sua vez, ressaltam a importância do papel exercido por credores titulares de garantias que implicam a exclusão de bens do ativo do devedor²⁸. Em primeiro lugar, alegam que a existência das garantias em questão contribui para a redução do custo e aumento na oferta de crédito, já que significativamente mitiga os riscos aos quais determinados credores estão sujeitos²⁹. Tal redução no custo de crédito compensaria os efeitos negativos relacionados aos incentivos perversos enfrentados por credores (titulares das referidas garantias) para participar de *corridas de credores*. Ademais, há

pa-se com a recuperação do crédito financeiro investido em tais empresas. O exame de diversos artigos da lei mostra esta opção pelo capital financeiro, começando pelo art. 49, § 3º. [...] Ou seja, introduziu-se na lei um verdadeiro sistema de proteção aos negócios do capital financeiro, de forma tão escancarada, que a lei, durante sua tramitação e logo após sua aprovação, passou a ser jocosamente chamada de Lei Febraban ou Lei de recuperação do crédito bancário”.

- 28 Nesse sentido, ver: PICKER, Randall C. Security Interests, Misbehaviour, and Common Pools. *University of Chicago Law Review*, 1992, v. 59, p. 645-679. ARMOUR, John. *The Law and Economics of Corporate Insolvency: A Review*. In: Vriesendorp, REINOUT D.; MCCAHERY, Joseph A.; VERSTIJLEN, Frank M. J. (coord.). *Comparative and International Perspectives on Bankruptcy Law Reform in the Netherlands*. Haia: Boom Juridische Uitgevers, 2001.
- 29 Para análise detalhada sobre esse argumento, ver: SADDI, Jairo. *Crédito e Judiciário no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 131-136. Ver também: KEHOE, Timothy J.; LEVINE, David, K. *Bankruptcy and collateral in debt constrained markets*. Boston: National Bureau of Economic Research, 2006. (NBER Working Paper, n. 12.656). Para análises empíricas sobre o impacto de garantias para o custo de crédito no contexto brasileiro, ver: RODRIGUES, Eduardo, A. S.; TAKEDA, Tony; e ARAÚJO, Aloísio, P. Qual o Impacto das garantias reais nas taxas de juros de empréstimo bancário no Brasil. Uma breve avaliação com base nos dados do SCR. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/semecobancred2004/port/papervi.pdf>>; e ASSUNÇÃO, Juliano J.; BENMELECH, Efraim; e SILVA, Fernando S. S. *Repossession and the democratization of credit*. Boston: National Bureau of Economic Research, 2012. (NBER Working Paper, n. 17.858). Para análise do tema sob as perspectivas transnacional e empírica ver: QIAN, Jun; STRAHAN, Philip, E. *How law and institutions shape financial contracts: the case of bank loans*. Boston: National Bureau of Economic Research, 2005. (NBER Working Paper, n. 11.052).

quem argumente que credores titulares das garantias em questão – por terem a ter melhor acesso a informações sobre o devedor³⁰ – contribuem para sinalizar ao mercado se o devedor está em crise econômico-financeira. Sustenta-se, ainda, que, por haver definição prévia e clara a respeito de quais credores poderiam executar individualmente os ativos de devedores, os incentivos para a participação em corridas para executar seriam removidos ou apenas existiriam em relação a um menor grupo de credores³¹.

Como se vê, o tema não é simples nem mesmo do ponto de vista econômico, porque há argumentos razoáveis de parte a parte. Não obstante, entendemos que mesmo que se aceite que o Poder Judiciário possa episodicamente interpretar a lei para interferir criativa ou positivamente na política pública, essa interferência deve se dar em caráter excepcional, de modo que em geral aplicar a regra prevista em lei ainda é no mais das vezes a solução mais legítima do ponto de vista político, mais prudente do ponto de vista jurídico e (por minimizar a insegurança jurídica e incerteza) mais eficiente do ponto de vista econômico³².

III. A INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL COMO INSUFICIÊNCIA DE CAIXA

III.A. CONCEITO FUNDAMENTAL

A insolvência fundamenta a decretação da falência. Mas o que configura insolvência? Há pelo menos dois possíveis critérios. O primeiro é a efetiva afe-

30 Tais informações são produzidas, por exemplo, em decorrência de dispositivos comumente previstos em contratos de garantia que obrigam devedores a apresentar dados econômico-financeiros a credores e/ou condicionam a tomada de certos atos por parte dos devedores à aprovação prévia de credores. Para considerações gerais sobre como garantias facilitam o monitoramento do comportamento de devedores: ARMOUR, John. *The Law and Economics Debate About Secured Lending: Lessons for European Lawmaking?* *European Company and Financial Law Review*, 2008, v. 5, n. 1, p. 3-29.

31 Feitas essas considerações gerais, esclarecemos que a discussão sobre as eficiências geradas por garantias fiduciárias foge ao escopo deste trabalho e deve ser aprofundada em um estudo próprio.

32 Sobre o tema, v. SALAMA, Bruno Meyerhof. Recuperação judicial e trava bancária, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 59, 2013.

rição da insuficiência patrimonial, isto é, a demonstração e prova da existência de ativos em valor menor que passivos. O segundo é a ocorrência de atos ou fatos que conduzam à presunção de insuficiência patrimonial, sendo a impontualidade injustificada no pagamento de obrigações a mais relevante delas³³.

Como veremos, na teoria faria sentido utilizar o primeiro critério. Afinal, conforme demonstraremos abaixo, quando o patrimônio líquido se torna negativo, os sócios passam a arriscar (no sentido econômico) o capital de terceiros (*i.e.* dos credores) e não mais os aportes que fizeram na sociedade. Logo, nesses casos seria desejável afastá-los do controle da empresa, pois isso evitaria a tomada de decisões socialmente ineficientes.

O problema é que em casos concretos é muito difícil aferir a efetiva insuficiência de patrimônio. O critério da impontualidade injustificada – assim como as outras enumerações legais geradoras de presunção de insolvência – confere, então, maior segurança jurídica; e insegurança jurídica significa incerteza, e incerteza significa custo econômico. A justificativa econômica do critério da impontualidade injustificada – ao lado de outras presunções, como veremos – liga-se, então, à sua maior operabilidade.

III.B. DISCIPLINA JURÍDICA: SÍNTESE

A decretação da falência tem como pressuposto o estado de insolvência do devedor. É a insolvência que justifica a transferência do controle

33 No direito brasileiro, a esse respeito, ver REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito falimentar*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 69 (“a impontualidade consiste no não pagamento de dívida líquida no vencimento. Pelo sistema que se baseia na impontualidade para deduzir o estado de insolvência, não importa que o devedor comerciante esteja, em suas finanças, apenas em crise de liquidez. É irrelevante que seu ativo seja superior ao seu passivo: seu dever fundamental é pagar as obrigações no vencimento. Se não pode fazê-lo por falta de meios, deve confessar a falência ou recorrer ao benefício da concordata preventiva, antes que um credor, protestando seu título, requeira-lhe a falência”). Cumpre fazer a ressalva de que se trata de presunção imperfeita, uma vez que a falta de caixa não pressupõe a existência de déficit patrimonial. Em outras palavras, embora seja comum, empresas sem caixa não necessariamente apresentam patrimônio líquido negativo. Isso pode ocorrer, por exemplo, no caso de empresas cujos ativos predominantemente são ilíquidos.

sobre os ativos do devedor dos sócios para a massa de credores. No Brasil, há dois meios alternativos para caracterizar o estado de insolvência empresarial³⁴. O primeiro é a confissão e está previsto no art. 105 da LRF. Nos termos desse dispositivo, o devedor em crise econômico-financeira que considera não atender aos requisitos para pleitear sua recuperação judicial tem o dever de requerer sua própria falência³⁵.

Ocorre que, pelas razões expostas na seção III, muitas vezes o devedor não tem incentivos para confessar que está insolvente e, a partir disso, requerer a decretação de sua própria falência. Sendo assim, o legislador adotou a presunção como um segundo meio para caracterizar a insolvência³⁶. Em particular, no art. 94 da LRF estão previstos dois tipos de presunção³⁷. O primeiro refere-se à impontualidade injustificada em relação

34 Em relação às possíveis estratégias legislativas para caracterizar o estado de insolvência, Rubens Requião observa o seguinte: “Os sistemas adotados pela doutrina e pelas legislações para determinar o estado de insolvência do devedor comerciante são geralmente os seguintes: a) do estado patrimonial deficitário; b) da cessação de pagamentos; c) da impontualidade; d) de atos enumerados em lei”. REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito falimentar*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 65.

35 Considerando que o art. 105 da LRF será analisado em detalhes na seção III deste artigo, esta seção tem por objeto a análise das demais causas que podem dar ensejo a decretação da falência.

36 A esse respeito, Leonardo Netto Parentoni e Rafael Couto Guimarães observam que: “no Brasil, o principal sistema de caracterização da falência é conhecido como impontualidade injustificada [...], porque ignora a relação entre ativo e passivo do devedor, focando-se na inadimplência. Ao mesmo tempo, diferencia-se aquele porque não se funda na incapacidade do devedor de pagar seus créditos exigíveis, mas tão somente, na ausência de relevante razão de direito para o não pagamento. Ao sistema da impontualidade injustificada, o legislador pátrio adicionou outro: os ‘atos falimentares’ ou ‘atos de falência’”. In: PARENTONI, Leonardo Netto. *Comentário ao art. 94*. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Birna; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 648.

37 Em razão do emprego de distintas técnicas legislativas, afirma-se que o sistema de caracterização de insolvência brasileiro é misto. Nesse sentido, ao analisar a

ao pagamento de dívidas líquidas de valor superior a quarenta salários mínimos e que estejam devidamente comprovadas em títulos protestados³⁸. O segundo tipo, por sua vez, contempla determinados atos que constituem indícios da incapacidade do devedor de adimplir suas obrigações e/ou da prática de condutas fraudulentas ou notoriamente prejudiciais aos interesses dos credores³⁹.

lei falimentar anterior, Rubens Requião ressaltou que o Decreto-Lei n. 7.661/46 "adota, com efeito, além da confissão do devedor (insolvência confessada), um sistema misto, pois tanto a impontualidade como atos exteriores legalmente enumerados fazem presumir a insolvência, que determina a eclosão judicial da falência". REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito falimentar*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 70.

- 38 No âmbito doutrinário sustenta-se que essa representa a principal hipótese de caracterização de insolvência no Brasil. Nesse sentido, Nelson Abrão afirma que "é, tradicionalmente, a impontualidade o traço marcante da falência no direito brasileiro. Remonta ao Decreto n. 917, de 24 de outubro de 1890 [...], que adotava a cessação de pagamentos do direito francês". ABRÃO, Nelson. *Curso de direito falimentar*. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 22. No mesmo sentido, Waldemar Ferreira, também analisando o regime anterior, enfatizou que "a impontualidade é o característico predominante da falência. Está dito no art. 1º do Decreto-lei n. 7.661 em termos preclaros". FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1960, v. 14, p. 216.
- 39 Essa técnica legislativa também é conhecida como presunção por enumeração legal. A respeito dessa modalidade de presunção, Leonardo Netto Parentoni e Rafael Couto Guimarães sustentam que, "por constituírem hipóteses em que a conduta do devedor põe em risco, ao menos em tese, o direito dos credores, a lei estabelece que o exercício de qualquer um dos atos previstos pelas alíneas 'a' a 'g' implica a decretação da falência do empresário". In: PARENTONI, Leonardo Netto; GUIMARÃES, Rafael Couto. *Comentário ao art. 94*. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Birna; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 668. Rubens Requião sustenta que a presunção por enumeração legal complementa a presunção por impontualidade injustificada, confira-se: "Muitas legislações, como a italiana e a nossa, reforçam o critério caracterizador da insolvência, por outros atos exteriores que revelam também a insolvência. [...] A fuga, o abandono do estabelecimento, o uso de meios ruinosos para efetuar o pagamento, são indícios e presunções que revelam a impossibilidade

Verifica-se, portanto, que a caracterização do estado de insolvência empresarial não envolve a comparação entre o valor do ativo e do passivo do devedor⁴⁰. Por consequência, pode-se afirmar que esse estado – quando não confessado pelo próprio devedor ou pressuposto em decorrência da prática de determinados atos suspeitos – é caracterizado não mediante a aplicação de um critério de falta de patrimônio⁴¹, mas sim por meio de um critério de insuficiência de caixa⁴².

III.C. RACIONALIDADE ECONÔMICA

À primeira vista, parece intuitivo supor que a falência deva ser decretada quando o devedor não tiver ativos suficientes para saldar suas dívi-

de o empresário comercial efetuar o pagamento de suas obrigações mercantis". REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito falimentar*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 69.

- 40 Note, no entanto, que o teste de insuficiência patrimonial não foi totalmente afastado da nossa legislação. Diferentemente do modelo adotado no regime falimentar, a insolvência civil é caracterizada "toda vez que as dívidas excederem à importância dos bens do devedor". Essa matéria está disciplinada no Código de Processo Civil sob o nome de "execução por quantia certa contra devedor insolvente". Cf. art. 748 Código de Processo Civil.
- 41 Rubens Requião define esse teste da seguinte forma: "Esse sistema [sistema do estado patrimonial deficitário] faz derivar o estado de falência da verificação da situação econômica deficitária do patrimônio do devedor, que por isso não paga suas obrigações. É a impotência patrimonial do empresário comercial para satisfazer seu passivo". REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito falimentar*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 65. Para uma perspectiva de direito comparado sobre os dois critérios para caracterização do estado de insolvência (i.e. insuficiência patrimonial e insuficiência de caixa), ver: GOODE, Roy. *Principles of Corporate Insolvency Law*. 4. ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2011, Cap. 4, p. 109-147.
- 42 Nas palavras de Sérgio Campinho, representa "o estado de fato revelador da incapacidade do ativo do empresário de propiciar-lhe recursos suficientes a pontualmente cumprir suas obrigações, quer por carência de meios próprios quer por falta de crédito". CAMPINHO, Sérgio. *Falência e Recuperação de Empresa*. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 209.

das, isto é, quando houver déficit patrimonial⁴³. A lógica dessa proposição é mais facilmente compreendida a partir de um exemplo estilizado. Imaginemos o caso de uma empresa com passivo de R\$ 150.000, cujo único ativo seja caixa no valor de R\$ 100.000. Suponha que esse devedor tenha apenas três credores, todos com créditos no mesmo valor (*i.e.*, R\$ 50.000), porém com datas de vencimento distintas. Suponha que crédito dos dois primeiros seja exigível imediatamente, mas que o crédito do último somente deva ser pago no prazo de um ano.

Nesse caso hipotético, se a falência do devedor não puder ser decretada imediatamente, os dois primeiros credores terão seus créditos plenamente satisfeitos, ao passo que o terceiro poderá não receber nada ante o esgotamento do ativo do devedor decorrente do pagamento das dívidas de curto prazo. Logo, a impossibilidade de se decretar a falência imediatamente prejudicaria o credor de médio prazo, beneficiando injustificadamente os demais credores (de curto prazo)⁴⁴.

A defesa do teste de insuficiência patrimonial vai mais longe. Alguns autores sustentam que quando o valor dos passivos supera o dos ativos (ou seja, quando houver déficit patrimonial) serão os credores⁴⁵, e não mais os sócios, aqueles que terão os incentivos corretos para tomar decisões eficientes, capazes de maximizar o valor da empresa⁴⁶. O déficit patrimonial

⁴³ Para uma defesa dessa posição no direito comparado, ver: GOODE, Roy. *Principles of Corporate Insolvency Law*. 4. ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2011, cap. 4, p. 114.

⁴⁴ Para uma análise crítica em relação a esse argumento, ver: CROCCO, Fabio Weinberg. Recent developments in English case law regarding the concept of insolvency: The Eurosail Case. *Diritto Bancario*, 2013. Disponível em: <<http://www.diritto Bancario.it/giurisprudenza/fallimento-e-procedure-concorsuali/recent-developments-english-case-law-regarding-concept-insolvency-eurosail>>.

⁴⁵ Essa afirmação é feita em relação aos credores em geral e não a categorias específicas. Dadas as restrições deste trabalho, não analisaremos neste artigo possíveis incentivos perversos enfrentados por determinados tipos de credores (*e.g.* credores sobregarantidos).

⁴⁶ Nesse sentido ver EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, p. 69.

deveria ensejar a decretação da falência, então, justamente por tirar dos sócios o controle sobre os negócios sociais.

Esse argumento pode ser compreendido mais facilmente por meio da comparação entre duas situações hipotéticas, uma envolvendo um devedor solvente e outra um devedor insolvente. Primeiro, pensemos na situação de uma empresa solvente cujo ativo é avaliado em R\$ 200.000 e o passivo em R\$ 150.000. Nesse caso, os sócios seriam os primeiros a sofrer eventuais consequências de más decisões empresariais, uma vez que tais decisões reduziram o valor dos dividendos que eles poderiam receber e, em última instância, o valor que receberiam (*i.e.*, R\$ 50.000) na hipótese de a sociedade ser liquidada. Assim, enquanto houver superávit patrimonial, o resultado de decisões empresariais não impactará diretamente os credores, pois haverá recursos suficientes para satisfazer seus créditos.

Mas a situação alegadamente se inverte quando o devedor apresenta déficit patrimonial. Imaginemos que a empresa que mencionamos acima seja titular de ativos avaliados em apenas R\$ 100.000. Nesse caso, os sócios não teriam nada a perder, pois já não receberiam nada caso a sociedade fosse liquidada, visto que o valor do passivo (*i.e.*, R\$ 150.000) superaria o valor do ativo. Ora, então o incentivo para os sócios não seria mais o de maximizar o valor da empresa, mas sim de tentar evitar a falência a qualquer custo, mesmo que em prejuízo aos interesses dos credores⁴⁷.

Os credores, por sua vez, seriam diretamente afetados pelas decisões tomadas pelos sócios, pois cada centavo perdido reduziria o montante que receberiam caso a falência fosse decretada. Nesse sentido, credores teriam incentivos para tomar decisões eficientes, já que isso contribuiria para reduzir suas perdas. Ademais, se considerarem que a empresa continua viável do ponto de vista econômico, os credores terão incentivos para não forçar desnecessariamente a quebra, com o intuito de preservar o relacionamento comercial preexistente com o devedor.

Dos exemplos estilizados mencionados acima, segue que em empresas solventes os sócios devem ser aqueles a decidir os rumos da sociedade, uma vez que são eles os primeiros a perder se não houver bons resultados. Por

⁴⁷ Esse argumento será analisado em detalhes na próxima seção deste artigo.

outro lado, no caso de empresas insolventes, deveria incumbir aos credores (em conjunto) tomar decisões sobre os destinos da empresa, pois nesse cenário seria o capital deles que estaria em risco e não mais o dos sócios, já que esse último teria sido economicamente esgotado. É por isso que, como dissemos, se sustenta em debates jurídico-econômicos no direito comparado que, quando o patrimônio se torna deficitário, são os credores (e não mais os sócios) aqueles que têm incentivos para tomar decisões eficientes⁴⁸.

Ora, se isso é verdade, cabe então perguntar: teria o nosso legislador se equivocado ao não consagrar o teste do déficit patrimonial na LRF? Não nos parece ser o caso. Conforme antecipamos acima, a opção legislativa foi acertada porque o teste da insuficiência patrimonial é de difícil aplicação em casos concretos.

Três são os motivos a explicar por que o critério de insuficiência patrimonial não é prático. Primeiro, sua aplicação exigiria complexos exercícios de avaliação de ativos e passivos⁴⁹, que gerariam incertezas sobre a

48 Na literatura estrangeira afirma-se que, quando a empresa apresenta patrimônio líquido negativo, os credores passam a ser considerados "residual claimants". Em relação a esse conceito, ver Black, Bernard S. *Corporate Law and Residual Claimants*. Stanford Law and Economics, Olin Working Paper No. 217. Stanford, 2001.

49 Nesse sentido, Eidenmüller observa que "[c]ritérios que permitem dar início a procedimentos falimentares devem ser de fácil aferição. Caso contrário, terceiros interessados (credores, administradores e sócios) não poderão ajustar seus comportamentos e magistrados não poderão se valer de parâmetros precisos para decidir. É nesse ponto que reside a dificuldade do teste patrimonial. A avaliação do valor de ativos e passivos de sociedades depende das regras contábeis aplicáveis e essas normalmente deixam certa margem de discricionariedade. Ademais, quanto mais rigorosas forem as tentativas de avaliar ativos e passivos em termos econômicos, maiores serão as dificuldades de avaliação". Tradução livre. EIDENMÜLLER, Horst. *Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers*. *European Business Organization Law Review*, Cambridge, v. 7, n. 1, mar. 2006, p. 242. Também é importante notar que a avaliação de ativos e passivos de acordo com critérios contábeis pode gerar significativas distorções, uma vez que valores contábeis podem divergir significativamente de valores de mercado.

possibilidade de a falência ser decretada. Segundo, no Brasil diversas sociedades não seguem com rigor princípios e regras contábeis, o que reduz o apelo para adotar regras pautadas em conceitos dessa natureza. Terceiro, ainda que as duas primeiras dificuldades não existissem, credores enfrentariam grandes dificuldades para comprovar o estado de insolvência patrimonial do devedor⁵⁰.

Por essa razão, sustentamos que foi acertada a opção legislativa de adotar um sistema misto que – além de impor ao devedor o dever de declarar a autofalência de empresas inviáveis⁵¹ – leva em consideração a insuficiência de caixa e, ademais, admite a possibilidade de decretação da falência na hipótese de o devedor praticar atos que indiquem a incapacidade de cumprir suas obrigações ou a prática de condutas fraudulentas ou notoriamente lesivas aos interesses dos credores⁵².

50 Nas palavras de Rubens Requião: "Evidente a dificuldade da demonstração ou prova, pelo credor, dessa situação deficitária, teria este que ingressar no âmago dos negócios do devedor, inquisitorialmente, para avaliar sua inviolabilidade, comprovando preliminarmente o fato de ser o seu patrimônio, isto é, seu ativo, insuficiente para cobrir suas dívidas, ou seja, o passivo. É precisamente a crítica que se faz ao Código de Processo Civil que, para a instauração do concurso de credores, supõe um processo cognitivo prévio da insolvência do devedor". In: REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito falimentar*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 65-66.

51 Sobre esse tema ver a exposição na seção III.

52 Isso não quer dizer que a aceitação do critério de impontualidade injustificada não tenha desvantagens. Na verdade, é comum que sociedades com déficit patrimonial tenham caixa disponível, e pode bem ocorrer nesses casos que os credores sofram consequências negativas com más decisões tomadas pelo devedor. As desvantagens decorrentes do critério de impontualidade injustificada podem ser mitigadas por meio de contrato e de esforços de monitoramento por parte de credores. Por exemplo, os chamados *covenants* financeiros são frequentemente utilizados para permitir que credores declarem antecipadamente o vencimento de dívidas caso o devedor apresente índices financeiros ruins. Assim, valendo-se de mecanismos contratuais credores (voluntários), podem antecipar a falta de caixa da empresa, afastando sócios e administradores do controle das decisões empresariais.

IV. RESPONSABILIDADE DE SÓCIOS E ADMINISTRADORES PELO AGRAVAMENTO DE CRISES ECONÔMICO-FINANCEIRAS: O DEVER DE DECLARAR A AUTOFALÊNCIA

IV.A. CONCEITO FUNDAMENTAL

Nesta seção analisamos a responsabilidade de sócios e administradores pelo agravamento de crises econômico-financeiras⁵³. Argumentamos que regras que visam dissuadir a tomada de riscos excessivos pouco antes de o devedor tornar-se insolvente são desejáveis, pois atenuam incentivos perversos que surgem no período que antecede o colapso do negócio. Além disso, de particular para casos concretos em juízo, sustentamos que o descumprimento do dever de requerer a autofalência de sociedades inviáveis deve poder dar ensejo à responsabilização pessoal de sócios e administradores. Entretanto, em razão das particularidades do ordenamento jurídico brasileiro, defendemos que esse dever seja interpretado restritiva e comedidamente, de modo a evitar que responsabilizações excessivas resultem em consequências ineficientes.

IV.B. DISCIPLINA JURÍDICA: SÍNTESE

O art. 105 da LRF estabelece que “o devedor em crise econômico-financeira que julgue não atender aos requisitos para pleitear sua recuperação judicial deverá requerer ao juízo sua falência, expondo as razões da impossibilidade de prosseguimento da atividade empresarial”. Pelo fato de não estarem previstas na LRF sanções expressas em caso de descumprimento do dever em questão, existe controvérsia doutrinária sobre a melhor interpretação dessa norma. Uns sustentam que o art. 105 imponha um dever legal, cujo descumprimento pode dar ensejo à responsabilização

⁵³ Não analisaremos nesta seção regras aplicáveis a sócios ilimitadamente responsáveis. Para considerações sobre esse tema, ver: CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira. *Falência da sociedade: extensão aos sócios de responsabilidade ilimitada*. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira. (org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 611-623.

pessoal de sócios e administradores⁵⁴. Outros defendem que a norma em questão estabeleça apenas uma faculdade ao devedor⁵⁵.

IV.C. RACIONALIDADE ECONÔMICA

É certo que as ações de sócios e administradores impactam a situação de credores. Boas decisões empresariais aumentam a probabilidade da satisfação das obrigações do devedor, pois contribuem para melhorar os resultados da empresa. Más decisões, por outro lado, elevam o risco de inadimplimento e podem reduzir o valor do ativo do devedor, o qual, em última instância, será realizado para satisfazer os credores. Diante disso, convém perguntar: seria desejável impor a sócios e administradores o dever de sempre resguardar os interesses de credores?

Entendemos que não, porque essa proteção pode ser desnecessária ou até mesmo contraproducente. A intuição básica é a seguinte: enquanto o devedor estiver plenamente solvente, os interesses de sócios e administradores tenderão a estar alinhados com os dos credores; somente à medida

⁵⁴ Nesse sentido se posiciona, por exemplo, Marcelo Vieira Von Adamek, que afirma que “o descumprimento da regra que impõe o dever de requerer a própria falência (LRF, art. 105) poderá ocasionar danos a terceiros e, com isso, pôr em evidência a responsabilidade social do administrador. [...] Julgamos mais acertada a opinião daqueles que vêm, na regra em questão [art. 105 da LRF], a existência de uma verdadeira ‘obrigação legal’. Com efeito, embora não tenha sanção específica na própria LRF, a autofalência constitui efetivo dever legal, de cujo descumprimento, conforme o caso, poderá decorrer a responsabilidade civil do administrador da sociedade ou do acionista controlador, inclusive perante terceiros”. VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Responsabilidade civil dos administradores de SA e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 204-205.

⁵⁵ Nesse sentido, ver: COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, São Paulo: Saraiva, 2005. Ver também TEPEDINO, Ricardo. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

que o devedor se aproxima do estado de insolvência tais interesses se desalinham, pois os primeiros passam a ter incentivos para tomar decisões excessivamente arriscadas em tentativas desesperadas de salvar suas empresas a qualquer custo⁵⁶. Segue que, em tese, somente durante a véspera da insolvência é desejável impor a sócios e administradores o dever de atentar especificamente aos interesses dos credores⁵⁷.

Para entender melhor o argumento exposto acima, a chave está em compreender por que há um alinhamento de interesses em situações de normalidade e solvência, mas não na véspera da insolvência. Novamente, a explicação fica mais clara quando recorremos a exemplos estilizados. Imaginemos que os administradores de uma empresa precisem decidir se desenvolvem ou não um determinado projeto cujo investimento total seria de R\$ 200.000. Suponhamos, apenas para facilitar, que haja uma probabilidade de 25% de o empreendimento ser bem-sucedido. Se houver sucesso, a sociedade receberá um retorno de R\$ 400.000.

Por outro lado, se o empreendimento fracassar, todos os recursos investidos serão perdidos (*i.e.*, o retorno será igual a R\$ 0). Nesse caso, no jargão dos economistas, o valor monetário esperado⁵⁸ desse projeto seria

56 Nesse sentido, o jurista italiano Lorenzo Stanghellini afirma o seguinte: "A situação [de insolvência] requer uma intervenção justamente porque, quando se encontra nesta situação, o devedor tem um forte incentivo econômico para investir em projetos de altíssimo risco, uma vez que se o resultado for positivo, será ele quem gozará dos benefícios, ao passo que se o resultado for negativo, as perdas recairão apenas sobre os credores. Os administradores de sociedades insolventes têm o mesmo incentivo, se perseguirem sem escrúpulos os interesses dos sócios (e não tiverem dado seus bens pessoais em garantia por débitos sociais). É justamente por esse motivo que, nos casos de perigo para os credores, a lei impõe deveres específicos a devedores e aos seus administradores". Tradução livre. STANGHELLINI, Lorenzo. *Le crisi di impresa fra irritato ed economia: Le procedure di insolvenza*. Bolonha: Il Mulino, 2007, p. 41.

57 Para uma análise conceitual detalhada sobre esse argumento ver: MOKAL, Rizwaan Jameel. *Corporate Insolvency Law: Theory and Application*. Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 273-284.

58 O valor monetário esperado é calculado mediante a multiplicação do resultado e da probabilidade de sua materialização. Para uma exposição didática do

de R\$ 100.000 (*i.e.*, 25% de R\$ 400.000). Considerando esse cenário, seria um bom negócio para a sociedade fazer o investimento? Certamente não, porque o valor esperado do projeto (*i.e.*, R\$ 100.000) é inferior ao valor do investimento (*i.e.*, R\$ 200.000). Portanto, a realização desse projeto não maximizaria os retornos da empresa ao longo do tempo⁵⁹.

Muito embora o investimento seja ineficiente, será que os sócios e administradores deixarão de realizá-lo? Depende. Suponhamos que a empresa em questão tenha ativos no valor de R\$ 500.000 e passivos no valor de R\$ 50.000. Ou seja, imaginemos que a empresa esteja plenamente solvente. Nesse caso, não haveria incentivos para investir no projeto arriscado, pois quem mais perderia com o insucesso seriam os próprios sócios (e não os credores). Afinal, com a realização do investimento os sócios arriscariam parte do superávit patrimonial da sociedade (*i.e.*, R\$ 450.000).

Esse valor estaria em risco porque, em última instância, se a sociedade fosse liquidada no momento da tomada da decisão, o saldo patrimonial positivo seria distribuído aos sócios (após o pagamento do passivo da sociedade). Isso quer dizer que os incentivos no exemplo em análise seriam para que os sócios optassem por não tomar decisões excessivamente arriscadas (e, portanto, socialmente ineficientes)⁶⁰. Ao contrário, os sócios teriam incentivos para tomar a decisão tendente a maximizar o valor da empresa (*i.e.*, não investir).

Mas note o seguinte: a situação inverte-se no caso de empresas insolventes. Sigamos com os exemplos estilizados. Imaginemos que o devedor tenha ativos avaliados em R\$ 500.000 e passivos em R\$ 600.000. Pode ser que os sócios aceitariam celebrar negócios excessivamente arriscados nes-

tema, ver SALAMA, Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: História, Direito e Economia*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 273-282. COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law & Economics*. 5. ed. Boston: Pearson Addison Wesley, 2007, p. 42.

59 Para uma explicação didática sobre investimentos ineficientes, v. SALAMA, Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: História, Direito e Economia*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 303-310.

60 Por excessivamente arriscada, entenda-se cujo valor presente seja inferior ao valor do investimento.

sas condições. Os motivos são diversos. Primeiro, como a sociedade apresenta um déficit patrimonial, os sócios já não teriam nada a receber caso a falência fosse decretada. Segundo, por se beneficiarem (em tese pelo menos) de responsabilidade limitada, a rigor eles não teriam mais nada a perder na hipótese de a sociedade quebrar⁶¹. Terceiro, se o projeto for bem-sucedido, eles seriam beneficiados, uma vez que a sociedade voltaria a apresentar um superávit patrimonial. Ou seja, os sócios só teriam a ganhar ao fazer apostas desesperadas na tentativa de recuperar a empresa. Para os credores, no entanto, esse negócio provavelmente seria desastroso, já que tenderia a reduzir o valor presente do ativo do devedor, o qual em última instância seria utilizado na falência para satisfazer suas dívidas.

Um ponto adicional é o seguinte: teriam os administradores os mesmos incentivos que os sócios? Embora a resposta dependa (dentre outros fatores) da estrutura societária⁶² e do porte econômico do devedor, podemos adiantar que muitas vezes a resposta será *positiva*⁶³. Em primeiro lugar, é

61 Sobre o tema, v. SALAMA, Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: História, Direito e Economia*. São Paulo: Malheiros, 2014.

62 Para análise detalhada do tema em questão, ver: ARMOUR, John; CHEFFINS, Brian R.; and SKEEL, David A. *Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy law: Lessons from the UK*. 55 *Vanderbilt Law Review*, 1699, (2002). Ver também: SKEEL, David A. *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*. 51 *Vanderbilt Law Review*, 1325, (1998).

63 Horst Eidenmüller corrobora com esse entendimento. O autor afirma que: "[é] sabido que a existência de superávit patrimonial e os incentivos que sócios enfrentam para desenvolver projetos arriscados com (potencial) valor presente negativo são inversamente relacionados. Tais incentivos são mais agudos nos casos em que houver déficit patrimonial, porém também são significativos na véspera da insolvência. Administradores também estão sujeitos aos referidos incentivos. Por poderem perder seus empregos caso a sociedade venha a falir, eles têm incentivos para fazer apostas arriscadas. Ademais, administradores, em regra, agirão de acordo com os interesses dos sócios antes de a sociedade se tornar insolvente". Tradução livre. EIDENMÜLLER, Horst. *Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers*. *European Business Organization Law Review*, Cambridge, v. 7, n. 1, mar. 2006, p. 243. Paul Davies, por sua vez, ressalta que a

muito comum que o próprio sócio majoritário também exerça a função de administrador. Nesses casos, o administrador necessariamente tem os mesmos incentivos que o sócio – afinal, trata-se da mesma pessoa. Além disso, mesmo nos casos em que não haja essa dupla função, muitas vezes sócios e administradores acabam tendo incentivos semelhantes, porque na grande maioria das sociedades brasileiras há um controlador definido, ao qual os administradores respondem sob pena de serem destituídos. Mesmo assim, o assunto se presta a sutilezas. Quanto menores forem os custos de monitoramento e mais crível for a ameaça de destituição de administradores pelo controlador, mais alinhados tenderão a ser os incentivos entre sócios e administradores. Isso sugere que, em regra, nas sociedades de maior porte, nas quais os custos para monitorar as atividades de cada administrador tendem a ser mais elevados, é provável que haja menor grau de alinhamento de incentivos em comparação ao que ocorre em sociedades de menor porte⁶⁴.

O presumível alinhamento de interesses entre sócios e administradores justifica, *prima facie*, a imputação de responsabilidade a esses últimos na hipótese de se absterem de recomendar aos primeiros a decisão de declarar a autofalência de sociedades insolventes⁶⁵. Por outro lado, a prova de que essa recomendação tenha sido feita e de que os administradores tenham

responsabilização de diretores cria incentivos para que administradores não ajam nos interesses de controladores. Confira-se: "[a] responsabilização de administradores afeta, portanto, sócios que atuam como administradores e também contrabalança os incentivos para que administradores cumpram ordens dadas por sócios nos casos em que o controlador não ocupa cargos na administração". Tradução livre. DAVIES, Paul. *Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency*. *European Business Organization Law Review*, Cambridge, v. 7, n. 1, mar. 2006, p. 312.

64 Diz-se nesses casos que os "custos de agência" são mais elevados. Para reflexões sobre o tema, ver: GORGA, Érica C. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 53-59. Ver também SALAMA, Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: História, Direito e Economia*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 326-337.

65 Administradores têm o dever de *recomendar* a declaração da autofalência (e não de efetivamente declará-la), já que essa decisão é de competência dos sócios (cf. art. 1.071, inc. VIII, do Código Civil, e art. 122, inc. IX, da Lei n. 6.404/76).

tomado as medidas necessárias para minimizar possíveis perdas por parte de credores deveria ser suficiente para isentá-los de responsabilidade pelo agravamento de crises econômico-financeiras⁶⁶.

Do exposto nos exemplos indicados acima, segue que é indesejável impor a sócios e administradores o dever de resguardar os interesses de credores enquanto a sociedade esteja patrimonialmente solvente⁶⁷. A imposição desse dever poderia desestimular o investimento em projetos eficientes e incentivaria empresas a investirem apenas em projetos de baixo risco, independentemente de taxas de retorno⁶⁸, o que implicaria resultados socialmente ineficientes⁶⁹.

66 O ônus de comprovar que a recomendação de confessar a autofalência da sociedade foi feita e que foram tomadas as medidas cabíveis para minimizar possíveis perdas por parte de credores deve ser alocado aos administradores, já que eles têm melhor acesso a documentos e informações a esse respeito.

67 Nesses casos, as regras que estabelecem deveres de diligência e lealdade a administradores (*e.g.* art. 1.011 do Código Civil e arts. 153 e 155 da Lei n. 6.404/76) e aquelas que impõem a controladores deveres e responsabilidades perante os demais sócios (*i.e.* art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/76) já seriam suficientes.

68 Nesse sentido, Paul Davies afirma que: "A imposição a sócios de deveres de resguardar os interesses de credores enquanto a sociedade for viável arriscaria incentivar administradores a desenvolverem apenas projetos excessivamente de baixo risco. Enquanto a sociedade for viável, credores não se beneficiarão proporcionalmente dos ganhos (*upside*) nem das perdas (*downside*) decorrentes de decisões empresariais, dado que seus retornos normalmente são fixos. [...] O argumento para não impor deveres amplos de resguardar os interesses de credores enquanto houver significativo superávit patrimonial é o de que sociedades são veículos concebidos para a tomada de riscos empresariais. Credores não podem, portanto, exigir *a priori* que os projetos desenvolvidos pela sociedade sejam de baixo risco (salvo se definirem isso contratualmente). Enquanto a sociedade apresentar superávit patrimonial, os deveres de resguardar os interesses de sócios serão suficientes para conferir aos credores proteção adequada em relação ao desenvolvimento de projetos excessivamente arriscados". Tradução livre. DAVIES, Paul. *Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency*. *European Business Organization Law Review*, Cambridge, v. 7, n. 1, mar. 2006.

69 A imposição de responsabilidade a acionistas e administradores de sociedades

Tudo isso quer dizer que o dever em questão não seria necessário em casos em que o devedor não está próximo de se tornar insolvente, pois em princípio sócios e administradores já teriam incentivos adequados para tomar decisões capazes de maximizar o valor da empresa. Por outro lado, quando o superávit patrimonial cessa ou é reduzido a um patamar muito baixo – não podendo ser reestabelecido no curso ordinário dos negócios do devedor – em tese seria justificável impor deveres de resguardar os interesses de credores, dissuadindo a tomada de decisões ineficientes pautadas em incentivos perversos⁷⁰.

solventes poderia desestimular o investimento em projetos eficientes. Determinados riscos devem ser incentivados, desde que contribuam para maximizar o valor da empresa. Essa conclusão fica mais clara a partir do exemplo a seguir. Imagine uma sociedade patrimonialmente solvente, cujo ativo é avaliado em R\$ 100.000 e o passivo em R\$ 50.000. Os administradores dessa sociedade devem decidir se iniciam um projeto que envolve um investimento de R\$ 100.000. Existe uma probabilidade de 50% de essa operação ser bem-sucedida. Se isso ocorrer, a sociedade receberá um retorno de R\$ 400.000. Por outro lado, se o projeto fracassar, haverá uma perda de todos os recursos investidos. O valor esperado desse projeto é, portanto, de R\$ 200.000 (*i.e.*, 50% de R\$ 400.000). Trata-se, portanto, de um projeto socialmente eficiente, pois aumenta o valor presente do ativo da sociedade (*i.e.*, de R\$ 100.000 para R\$ 200.000). Vejamos a posição dos credores nesse caso. Se o projeto for bem-sucedido, o passivo (*i.e.*, R\$ 50.000) será integralmente pago, ao passo que se o projeto fracassar os credores não receberão nada. Por consequência, com receio de serem pessoalmente responsabilizados, acionistas e administradores poderiam deixar de fazer um investimento socialmente eficiente.

70 Nesse sentido, Paul Davies afirma que "[e]nquanto a sociedade for viável, credores estarão pouco interessados nos possíveis ganhos decorrentes de projetos desenvolvidos pela administração, estando mais preocupados com possíveis perdas (*downside*). Na véspera da insolvência, os sócios passam a estar na posição oposta, pois estarão pouco interessados nas possíveis perdas, já que poderão obter significativos benefícios em decorrência de possíveis êxitos. Dada essa dinâmica, seria justificável impor a administradores deveres de resguardar os interesses de credores na véspera da insolvência". Tradução livre. DAVIES, Paul. *Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency*. *European Business Organization Law Review*, Cambridge, v. 7, n. 1, mar. 2006, p. 306.

Porém, é preciso ter cautela. Interpretações amplas dos deveres de sócios e administradores perante credores na véspera da insolvência podem ser perigosas. Em teoria, pode-se dizer que o elevado risco de responsabilização pode aumentar excessivamente a aversão a risco por parte de sócios e administradores, dissuadindo-os de investir em projetos eficientes (*i.e.*, capazes de maximizar o valor da empresa)⁷¹. É preciso considerar, também, que as chances de um investimento (inclusive no período pré-falimentar) dar certo não é apenas uma questão matemática que diga respeito ao cálculo de riscos. Considere, por exemplo, que, na visão de alguns, a capacidade de lidar com a incerteza é o próprio motor do capitalismo⁷². De modo que responsabilizar o empresário por situação outra que não a fraude provada e demonstrada ou sem a real finalidade de corrigir incentivos notoriamente oportunistas existentes na véspera da quebra é temerário e deve ser evitado. Isso é ainda mais verdadeiro se considerarmos que no Brasil os incentivos perversos existentes pouco antes da quebra são atenuados pelo fato de sócios e administradores temerem a (cada vez mais provável) responsabilização pessoal decorrente da ampla utilização pelo Poder Judiciário da teoria da desconsideração da personalidade jurídica da sociedade⁷³ e, mais recentemente, da teoria da extensão dos efeitos da falência⁷⁴.

71 Para considerações sobre os riscos relacionados à responsabilização excessiva de acionistas e administradores por violação de deveres perante credores, ver: CHEFFINS, Brian R. *Company Law: Theory, Structure and Operation*. Oxford: Oxford University Press, 1997. Sobre o assunto, ver também a nota de rodapé 67, acima.

72 KNIGHT, Frank. *Risk, Uncertainty and Profit*. Chicago: University of Chicago Press, 1971. Sobre os limites do paradigma econômico da eficiência estática, ver também SALAMA, Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: História, Direito e Economia*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 420.

73 Essa circunstância abala uma das mais importantes premissas do modelo teórico em que se funda boa parte da literatura jurídico-econômica estrangeira sobre os incentivos de sócios e administradores na véspera da insolvência (*i.e.*, a existência de responsabilidade limitada). A respeito dessa importante premissa, Paul Davies observa o seguinte: "A existência da teoria

V. REALIZAÇÃO DO ATIVO

V.A. CONCEITO FUNDAMENTAL

Nesta seção analisamos as regras que disciplinam o processo de realização do ativo de empresas insolventes. Argumentaremos que a racionalidade econômica dessas regras pode ser encontrada na tentativa de reduzir custos diretos e indiretos da falência, maximizar o valor arrecadado com a venda e mitigar problemas informacionais enfrentados por potenciais adquirentes de bens no contexto de execuções concursais.

da responsabilidade limitada constitui a principal justificativa para impor a diretores deveres de resguardar os interesses de credores nesses casos [na véspera da insolvência]. Dado que a limitação de responsabilidade normalmente impede que credores executem bens que não integram o patrimônio social, sócios não estariam sujeitos às possíveis perdas (downside) decorrentes de decisões empresariais tomadas por sociedades com déficit patrimonial (*i.e.*, após o esgotamento econômico dos investimentos feitos pelos sócios). [...] A teoria da responsabilidade limitada cria uma estrutura de incentivos para diretores que favorece o desenvolvimento de projetos excessivamente arriscados, uma vez que os deveres de resguardar os interesses de sócios estão focados apenas nos potenciais ganhos (upside) de projetos, independentemente de quão remota for a probabilidade de sucesso". Tradução livre. DAVIES, Paul. *Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency*. European Business Organization Law Review, Cambridge, v. 7, n. 1, mar. 2006, p. 306. No mesmo sentido, Dan Prentice afirma expressamente que o princípio da responsabilidade limitada cria incentivos perversos para sócios e administradores. Confira-se: "O princípio da responsabilidade limitada cria incentivos perversos para que sociedades insolventes continuem a operar". Tradução livre. PRENTICE, Dan D. *Creditor's Interests and Director's Duties*. Oxford Journal Of Legal Studies, Oxford, v. 10, n. 2, 1990, p. 265.

74 Sobre o tema, ver: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Sales de. Extensão da Falência a sócios ou controladores de sociedades falidas. *Revista do Advogado*, São Paulo, set. 2009, v. 29, n. 105, p. 153-158.

V.B. DISCIPLINA JURÍDICA: SÍNTESE

A realização do ativo é a fase do processo falimentar que, na dicção clássica, envolve a “conversão em dinheiro dos bens arrecadados para pagamento do passivo”⁷⁵. Trata-se, portanto, da etapa que tem início após a arrecadação dos bens⁷⁶ e na qual o administrador judicial – sob a fiscalização do juiz e do Comitê de Credores, se houver – promove a liquidação dos ativos do falido com a finalidade de pagar os credores⁷⁷.

Diversas são as regras previstas na LRF para disciplinar a realização do ativo. Aqui, interessa-nos enfatizar em particular aquelas que buscam dar mais celeridade à venda de ativos, que permitem maximizar o valor de realização dos ativos, e que tornam mais eficiente o processo de realização de ativos.

Começemos pelas regras que buscam promover a agilidade do processo de realização de ativos. Diferentemente do que ocorria no regime falimentar anterior⁷⁸, após a entrada em vigor da LRF, a realização do ativo

75 VALVERDE, Trajano Miranda. *Comentários à Lei de Falência (Decreto-Lei n. 7.661/45)*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

76 Nos termos do art. 139 da LRF, está previsto que, “logo após a arrecadação dos bens, com a juntada do respectivo auto ao processo de falência, será iniciada a realização do ativo”. Para considerações mais detalhadas sobre o procedimento de pagamentos aos credores, ver: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. Comentário aos arts. 149 a 154 da Nova Lei de Falências. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 495-505.

77 De acordo com o art. 22, inc. III, alínea i, da LRF, compete ao administrador judicial, sob a fiscalização do juiz e do Comitê, além de outros deveres que esta Lei lhe impõe, praticar os atos necessários à realização do ativo e ao pagamento dos credores. Por sua vez, nos termos do art. 141, inc. II, da LRF, todos os credores, observada a ordem de preferência definida no art. 83 da lei, sub-rogam-se no produto da realização do ativo.

78 A esse respeito, Sérgio Campinho lembra que no regime do Decreto-Lei n. 7.661, de 21 de junho de 1945, “destacavam-se duas fases bem distintas do processo falimentar: o período de informação e o período de liquidação. Na primeira, implementavam-se as formações das massas objetiva (ativa) e subje-

passou a ter início independentemente da formação do quadro-geral de credores⁷⁹. Ou seja, os ativos do falido agora podem ser liquidados antes mesmo da definição inicial da massa subjetiva. Também importa apontar a regra constante do art. 113 da LRF, que prevê que os bens perecíveis, deterioráveis, sujeitos à considerável desvalorização ou que sejam de conservação arriscada ou dispendiosa, possam ser vendidos antecipadamente pelo administrador judicial, mediante autorização judicial, ouvidos o Comitê de Credores e o falido. Mais um dispositivo que promove a rapidez na realização do ativo é o art. 111, que permite que juízes autorizem credores a, individual ou coletivamente, em razão dos custos e no interesse da massa falida, adquirir ou adjudicar de imediato os bens arrecadados pelo valor da avaliação⁸⁰.

Na LRF, há também regras que visam maximizar o valor de realização dos ativos⁸¹. O exemplo mais claro de regras que cumprem essa finalidade

tiva (passiva), procedendo-se aos atos de arrecadação do patrimônio do devedor insolvente e de apuração de seus débitos; na segunda, o ativo definido seria liquidado para satisfação do passivo falimentar [...]”. In: CAMPINHO, Sérgio. *Falência e Recuperação de Empresa*. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 435.

79 Cf. art. 140, § 2º, da LRF.

80 Ao comentar o dispositivo em questão, Márcia Carla Pereira Ribeiro afirma que “parece evidente a preocupação do legislador em dotar de maior efetividade os atos de alienação de bens do ativo da empresa, de forma mais ágil e menos formalizada, se estiverem conjugados os interesses de credores que possam fazer valer a sua vontade [...] e o interesse do Comitê de Credores [...]”. In: RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. Comentário ao art. 111. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Birna; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 825.

81 Vale notar que a concepção de que a realização do ativo tem por objetivo reduzir custos e maximizar retornos não é nova. Essa questão foi apreciada, por exemplo, pelo Congresso Federal no âmbito das discussões que resultaram na promulgação da LRF. A seguinte afirmação feita pelo Senador Ramez Tebet esclarece quais foram os objetivos que o legislador buscou alcançar ao disciplinar o procedimento em análise: “a lei deve estabelecer normas e mecanismos que assegurem a obtenção do máximo valor possível para os ativos do falido, evitando a deterioração provocada pela demora excessiva do processo e priori-

consta do art. 140 da LRF. Lá está prevista uma ordem de preferência a ser observada pelo administrador judicial ao estabelecer a forma de alienação de bens. Especificamente, deve-se prioritariamente buscar alienar a empresa com a venda de seus estabelecimentos em bloco. Se essa forma de alienação não for viável, deve o administrador tentar alienar a empresa por meio da venda de suas filiais ou de unidades produtivas isoladamente. Se isso também não for adequado, cabe proceder à alienação em bloco dos bens que integram cada um dos estabelecimentos do devedor. A alienação dos bens individualmente considerados só deve ser feita em último caso.

Por fim, a LRF também contempla regras que, dentre outras finalidades, visam reduzir os custos decorrentes de problemas de informação enfrentados por potenciais adquirentes de ativos. Um exemplo é a regra prevista no art. 141, inc. II, que estabelece que os bens alienados estão livres de ônus e que não há sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidentes de trabalho.

V.C RACIONALIDADE ECONÔMICA

Por que é desejável promover a celeridade do procedimento de realização do ativo? Aqui a resposta é intuitiva. A demora nesse procedimento eleva tanto os custos diretos da falência (e.g. gastos relacionados à guarda e conservação de bens) quanto os chamados custos indiretos⁸². Dentre

zando a venda da empresa em bloco, para evitar a perda dos intangíveis". Citação extraída de relatório apresentado na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal por ocasião da análise do Projeto de Lei da Câmara n. 71, de 2003. Sobre a importância da maximização do valor do ativo na falência, ver: PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 207-209.

⁸² Para análise detalhada e comparativa sobre os custos da falência, ver: WHITE, Michelle J. Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S. European Comparison. In: BHANDARI, Jagdeep S.; WEISS, Lawrence A. (coord.). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996, cap. 30, p. 467-500.

esses últimos custos está, por exemplo, a rápida deterioração do valor de diversos ativos intangíveis⁸³ (e.g. marcas e fundo de comércio), que ocorre exponencialmente após a decretação da falência⁸⁴. Essa depreciação de valor decorre do fato de que esse evento representa um sinal muito negativo transmitido ao mercado. Segue, portanto, que a agilidade na liquidação muitas vezes é fundamental para preservar o valor do ativo do falido⁸⁵.

Daí não segue, no entanto, que alienações rápidas sejam sempre mais favoráveis. Em alguns casos, antes de o administrador tomar decisões sobre a melhor forma de realizar o ativo, pode ser recomendável ou até mesmo necessário avaliar em detalhes as diferentes alternativas disponíveis. É por causa disso que a LRF reconhece a importância de decisões cautelosas, tomadas a partir da análise dos elementos verificados em casos concretos. De fato, a lei adota um sistema que, de um lado, promove celeridade na realização de ativos, mas, de outro, imputa ao administrador judicial e ao Comitê de Credores, se existente, responsabilidade *ex post* pela condução desse processo. Parece-nos que por meio dessas regras o legislador buscou alcançar o equilíbrio entre a preservação do valor do ativo e a segurança para os credores.

⁸³ A preocupação do legislador com a preservação do valor dos ativos intangíveis do vendedor é notória. Por exemplo, está previsto no art. 75 da LRF que a falência visa preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis.

⁸⁴ Nesse sentido, Horst Eidenmüller afirma que "[u]m sinal especialmente forte é associado ao início de procedimentos falimentares. Portanto, em decorrência de altos custos indiretos decorrentes da falência, o Vgc [o valor do estabelecimento] declina rapidamente assim que o procedimento falimentar tiver início". Tradução livre. EIDENMÜLLER, Horst. *Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers*. European Business Organization Law Review, Cambridge, v. 7, n. 1, mar. 2006, p. 243.

⁸⁵ A agilidade na realização dos ativos do falido impacta o custo de crédito no mercado, uma vez que, quanto mais célere e efetivo for o procedimento, menores tenderão a ser os custos diretos e indiretos para a massa e maior a expectativa de retorno por parte de credores. Esses últimos, por sua vez, tenderão a precificar a agilidade/demora na realização do ativo ao conceder créditos.

A venda dos ativos está, já dissemos, também orientada para a maximização do valor arrecadado. Como explicado, há na lei uma ordem de prioridades no sentido de tentar-se vender os ativos em conjunto. O fundamento econômico, novamente, é simples e intuitivo. O legislador partiu da premissa de que em geral a venda de conjuntos de bens organizados para o exercício de determinadas atividades gera melhores resultados em comparação à venda de bens isolados. Isso se deve ao fato de que a organização dos bens de produção representa um ativo intangível que, em regra, é precificado por potenciais compradores. Segue, portanto, que a ordem de prioridade referida acima está em sintonia com as razões econômicas que permitem compreender a natureza coletiva e compulsória do processo falimentar⁸⁶: ambas visam maximizar o valor do ativo mediante a promoção da manutenção de sua unidade.

Por outro lado, cabe fazer a ressalva – novamente, uma ressalva intuitiva – de que o valor do ativo intangível referente à organização dos ativos em regra depende da natureza das atividades exercidas pela empresa. Em particular, esse valor tenderá a ser superior se os ativos forem específicos para determinadas atividades e tiverem reduzida utilidade para outras finalidades⁸⁷. Por exemplo, o valor do ativo intangível tenderá a ser mais elevado para plantas industriais customizadas e desenvolvidas especialmente para a produção de bens específicos. Por outro lado, se os ativos forem genéricos e puderem facilmente ser usados para diversos tipos de atividades (*e.g.* computadores), o valor do intangível tenderá a ser menos significativo⁸⁸.

⁸⁶ Ver a seção I deste artigo, que trata do conceito da universalidade da falência.

⁸⁷ Nesse sentido, ver: EIDENMÜLLER, Horst. *Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers*. European Business Organization Law Review, Cambridge, v. 7, n. 1, p. 239-258, mar. 2006.

⁸⁸ A esse respeito, é interessante notar que Baird e Rasmussen sustentam que as empresas “modernas” se caracterizam por ter ativos com baixo grau de especialidade e com significativo valor para outros usos. Com base nessa alegação, os autores sugerem que o valor da organização de bens de produção é frequentemente muito mais baixo do que se espera. Cf. BAIRD, Douglas G; RASMUSSEN, Robert K. *The End of Bankruptcy*. *Stanford Law Review*, Stanford, 2002, v. 55, p. 751-789.

Por essa razão, a LRF reconhece que a melhor forma para realizar ativos deve ser definida com base nas circunstâncias específicas presentes nos casos concretos⁸⁹. Assim, a lei confere autonomia ao administrador judicial para eleger, com base nas especificidades de cada caso, as maneiras mais adequadas para maximizar a arrecadação⁹⁰. Em razão dessa autonomia, nessa área as regras que imputam responsabilidade ao administrador judicial também exercem a importante função de resguardar os interesses dos credores.

Finalmente, cabe tratar das regras que visam mitigar problemas informacionais enfrentados por potenciais adquirentes de ativos. Aqui o tema é menos intuitivo, mas não chega a ser complicado. Primeiro, por que a lei estabelece a ausência de sucessão por parte de adquirentes? Não seria preferível manter a sucessão de modo que certos credores (*e.g.* trabalhadores) pudessem tomar medidas contra arrematantes para aumentar a probabilidade de satisfazer seus créditos?

Se os arrematantes fossem responsáveis pelas dívidas do falido, eles teriam significativos incentivos para, antes de tomar qualquer decisão, averiguar em detalhes os passivos que assumiriam. Ocorre que não é raro haver relevantes incertezas em relação a tais passivos. Essas incertezas seriam precificadas por potenciais arrematantes e descontadas do preço de aquisição dos ativos, o que implicaria a redução do produto da realização. Ademais, interessados teriam que investir tempo e recursos para auditar o

⁸⁹ A esse respeito, Euler da Cunha Peixoto salienta que “se é certo que a venda dos estabelecimentos em bloco ou ainda que separados propicia, regra geral, obtenção de maiores recursos para a massa, em face da negociação dos intangíveis, não é menos verdade que a vida e o mercado não são estáticos [...]”. Desta forma, a fixação de regras imutáveis para a realização do ativo poderia implicar prejuízos sérios à obtenção de recursos”. In: PEIXOTO, Euler da Cunha. Comentário ao art. 140. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Birna; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 975.

⁹⁰ Conforme mencionado acima, nos termos do art. 32 da LRF, o administrador judicial será responsável por eventuais prejuízos que venha a causar à massa falida, ao devedor ou aos credores por dolo ou culpa.

falido, o que majoraria custos e implicaria mais demora no processo⁹¹. Ou seja, essas consequências contribuiriam para aumentar os custos da falência e, por consequência, reduzir os retornos aos credores.

Novamente, cabe ponderar se haveria justificativas razoáveis para estabelecer exceções a essa regra geral. O problema aqui são os negócios fraudulentos celebrados com o propósito de desviar ativos do patrimônio do falido. É por esse motivo que estão previstas no art. 141, § 1º, da LRF três exceções à regra que estabelece a ausência de sucessão. Nos termos desse dispositivo, haverá sucessão nos casos em que o arrematante for: (i) sócio da sociedade falida, ou sociedade controlada pelo falido; (ii) parente, em linha reta ou colateral até o quarto grau do falido ou de sócio da sociedade falida; ou (iii) identificado como agente do falido com o objetivo de fraudar a sucessão. Tais exceções são justificáveis na medida em que partem da acertada presunção de que nesses casos haveria maior probabilidade de lesão aos interesses dos credores. Pode-se afirmar, portanto, que a partir delas o legislador acertadamente buscou conciliar o objetivo de prevenir fraudes com o de reduzir problemas informacionais enfrentados por potenciais adquirentes de ativos.

VI. CONCLUSÕES

A análise econômica não é novidade nem ao estudioso nem ao prático do Direito Falimentar, porque muito do que fazem é interpretar a lei em

91 Nesse sentido, o Senador Ramez Tebet, também no âmbito das discussões que resultaram na LRF, ressaltou que "ao estabelecer a oferta para compra da empresa, os interessados evidentemente levam em consideração todos os fatores que possam diminuir o valor do negócio. Se a empresa oferecida leva consigo a carga das obrigações tributárias anteriores à venda, não pode haver dúvidas de que o mercado não negligenciará essa informação e o valor oferecido naturalmente sofrerá redução correspondente às obrigações transferidas ao arrematante. No entanto, como essas obrigações estão cercadas de incertezas quanto ao seu valor, é bastante comum que a estimativa dessa dívida potencial seja superestimada. Com isso os valores de venda podem ser sistematicamente rebaixados". Citação extraída de relatório apresentado na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal por ocasião da análise do Projeto de Lei da Câmara n. 71, de 2003.

função de finalidades que, em boa medida, podem ser confortavelmente chamadas de *econômicas*. Seguindo essa tradição, aqui buscamos esmiuçar o fundamento econômico de quatro temas em particular.

Primeiro, mostramos que o princípio da universalidade da falência pode ser compreendido como um instrumento que facilita a coordenação entre credores, promovendo a minimização dos custos da insolvência e a maximização dos retornos aos credores. Adiante, demonstramos que o conceito de insolvência empresarial como falta de caixa liga-se à necessidade de promover-se a segurança jurídica e de realçar-se a operabilidade prática do direito.

A seguir, mostramos que a responsabilidade de sócios e administradores pelo agravamento de crises econômico-financeiras se justifica em boa medida pelos incentivos perversos que tendem a surgir às vésperas da falência. Por fim, tratamos das regras que disciplinam o processo de realização do ativo, justificando-as a partir do incentivo à redução de custos, maximização do valor arrecadado e redução de problemas informacionais. São considerações teóricas que podem bem ter relevância prática no dia a dia das disputas judiciais.