

Sistemas Legais de Insolvência, Incentivos e Mercado de Crédito: uma abordagem institucional *

Ana Carla Abrão Costa †

Maio, 2004

Abstract

Este trabalho faz uma discussão institucional dos sistemas de resolução de insolvências corporativas e da relação destes com a decisão do banco de emprestar e portanto com o funcionamento do mercado de crédito. A motivação foi a de analisar um aspecto específico da relação banco tomador com impactos diretos sobre preço e volume de empréstimos concedidos. Neste ponto, questões relacionadas a incentivos e eficiência emergem e são analisados tendo como pano de fundo a reforma do sistema legal de insolvência brasileiro, atualmente em curso.

Palavras-chave: sistemas de insolvência, mercado de crédito, incentivos.

JEL: G3, K2, D2

Abstract

This study develops an institutional discussion about insolvency resolution systems. The main motivation was the analysis of a specific aspect of the bank-borrower relationship and its impacts on price and volumes of loan concessions. At this point, incentives and efficiency issues emerge and are analyzed having the Brazilian legal system of insolvency reform, now in course, as a background.

Keywords: insolvency systems, credit market, incentives.

JEL: G3, K2, D2

Área 4 ANPEC: Microeconomia, Economia Industrial e Mudança Tecnológica e Métodos Quantitativos

*As opiniões expressas neste artigo são de responsabilidade exclusiva da autora e não representam, necessariamente, a posição do Banco Central do Brasil. A autora agradece a colaboração de Eduardo Lundberg e responde integralmente pelos erros remanescentes.

†Departamento de Pesquisa do Banco Central do Brasil. e-mail: ana.costa@bcb.gov.br

1 Introdução

As relações entre bancos e tomadores, assim como as relações entre depositantes e bancos, se caracterizam por situações em que assimetrias informacionais jogam papel importante. Problemas de perigo moral e/ou seleção adversa definem contratos de empréstimos de equilíbrio que potencialmente diferem, em muito, daqueles observados em situações de informação completa (Laffont e Martimort (2003)[15]). Os impactos aparecem via quantidade e preço, com conseqüências sobre eficiência e bem estar.

Nesse contexto, as relações de crédito são beneficiadas sempre que há redução das assimetrias, permitindo uma precificação mais acurada e a expansão dos volumes ofertados - conseqüências de uma percepção de risco menor ou, visto por outro lado, de uma capacidade maior de avaliação e mensuração dos riscos assumidos. Há, portanto, que se notar que os riscos envolvidos na atividade bancária, quer na relação entre depositantes e bancos, quer na relação entre bancos e tomadores, são inerentes ao processo de intermediação e têm um significado econômico maior pois, se por um lado podem criar ineficiências, por outro definem situações com funções econômicas específicas.

Sistemas legais de resolução de insolvências corporativas estão diretamente vinculados a essa questão ao interferirem nas decisões de bancos e tomadores, definindo situações mais ou menos eficientes. Surge daí a necessidade de discutí-los e de analisar sua capacidade de minimizar os problemas informacionais no mercado de crédito, alinhar incentivos, aumentar a eficiência e, conseqüentemente, contribuir para um ambiente propício à ampliação dos volumes e redução dos preços dos empréstimos concedidos.

Do ponto de vista estritamente econômico, as insolvências corporativas têm uma função específica no funcionamento do sistema. Elas representam, em primeira análise, a eliminação de empresas ou corporações ineficientes, o que implica em elevação da eficiência média do sistema, fato desejável em termos de bem estar. Sendo assim, não há, *a priori*, justificativa econômica para que se defenda a manutenção em funcionamento de empresas inviáveis, qualquer que seja o setor da economia envolvido. Os ganhos em termos de bem estar geral tendem a superar as perdas particulares envolvidas.

Mas há ressalvas importantes nessas afirmações. A primeira delas se refere à classificação de inviabilidade econômica. Embora ineficiência seja condição necessária para que se defenda o desaparecimento de uma unidade produtiva, esta não é uma condição suficiente. Isto se explica a partir da possibilidade potencial de reversão, o que justifica a manutenção da unidade, quer sobre novas bases, quer sob outra administração ou estrutura.

Uma segunda ressalva importante - e que se relaciona diretamente com a questão dos ganhos econômicos gerais *vis-à-vis* às perdas individuais - se refere ao processo de desaparecimento da unidade produtiva inviável. Uma empresa tem bens tangíveis e intangíveis cuja perda de valor deve ser minimizada no processo falimentar, sob pena de piorar ainda mais a insuficiência dos recursos disponíveis. Um processo que cuide da maximização do valor de venda dos ativos da empresa falida significa menores perdas econômicas e sociais de uma forma geral e menores perdas individuais, em particular.

A relação existente entre o sistema legal de insolvências e o desenvolvimento do mercado de crédito tem sido estudada pela literatura dentro do âmbito da teoria do direito e finanças. O foco central dessa teoria consiste em relacionar as diferenças observadas no desenvolvimento financeiro dos países às instituições legais. (La Porta *et al.* (1998)[18]). A teoria de direito e finanças sugere que essa relação se dá, de forma geral, através da origem do sistema legal, o que se traduz em mecanismos políticos - via tratamento dos direitos de propriedade em relação aos direitos do Estado - e via mecanismos de adaptação, que tratam da evolução dos

aspectos voltados ao formalismo jurídico e à capacidade do sistema legal de se adaptar às necessidades da economia (La Porta *et al.* (1999)[17]). De forma particular, a teoria se volta para a relação entre desenvolvimento financeiro e sistemas legais que defendam a propriedade privada, respeitem contratos e protejam os direitos de investidores, sugerindo a importância desses aspectos para a criação de um ambiente favorável ao desenvolvimento do mercado financeiro (Beck e Levine (2004)[5]).

Estudos empíricos recentes estabelecem relações ainda mais específicas, dentre elas a que sugere a relevância do fortalecimento dos direitos de credores para o desenvolvimento dos intermediários financeiros (La Porta *et al.* (1997)[19] e Levine (1998)[21]) e da eficiência das instituições legais para que haja disponibilidade de recursos financeiros para unidades produtivas (Rajan e Zingales (1998)[28]).

Há, portanto, uma vasta literatura que relaciona aspectos institucionais legais com a evolução do mercado financeiro. Este é o ponto relevante no âmbito deste trabalho. Embora existam diversos aspectos institucionais que influenciam o desenvolvimento financeiro dos países, o foco central para fins de uma análise da relação entre bancos e tomadores de recursos se concentra no estudo do sistema legal de resolução de insolvências e seus impactos sobre o mercado de crédito bancário, investigando em que medida diferentes características das leis de insolvência afetam a decisão do banco de emprestar.

Este trabalho está dividido da seguinte forma: a seção 2 apresenta o papel da estrutura legal de resolução de insolvência do ponto de vista de incentivos. A seção 3 se concentra na relação entre sistemas de insolvência e o mercado de crédito, apresentando, nas sub-seções 3.1 e 3.2, as experiências internacionais e os princípios considerados como de "melhores práticas", respectivamente. As seções 4 e 5 se concentram em analisar o caso brasileiro, especificamente a Lei de Falências atual e os avanços incorporados na nova Lei de Recuperação de Empresas. A seção 6 discute a questão da ordem de classificação dos créditos nos processos falimentares e seus impactos sobre incentivos e eficiência. As conclusões estão expostas na seção 7.

2 Estrutura Legal e Incentivos

Em teoria econômica, o desenho de um sistema legal de insolvência está ligado a questões básicas de eficiência e de estrutura de incentivos. E mais do que isso, ele se justifica na medida em que se observa que a relação devedor credor é regida por contratos incompletos, dada a impossibilidade de se estipular todas as ações em todos os possíveis estados da natureza. Cabe então, ao sistema legal de insolvência, resolver alguns desses problemas de incompletude.

Justamente por interferir em uma relação onde assimetrias informacionais existem, há que se prever que o mecanismo implícito nos sistemas de insolvência tem reflexos sobre a estrutura de incentivos dos agentes e portanto gera resultados mais ou menos eficientes. O desafio está exatamente na escolha de um desenho que implique em um mecanismo que, dadas as especificidades de cada país, resulte em maior eficiência tanto em termos de recuperação quanto de alocação de recursos.

Um ponto fundamental na discussão acerca do desenho das leis de insolvência é a divisão de direitos entre devedores e credores. Como detalhado em LaPorta *et al.*(2001)[18], grandes diferenças existem nessa relação nos diversos países do mundo. Nos países de origem legal anglo-saxã os credores são mais protegidos em média. Já naqueles cuja estrutura jurídica se baseia no direito francês, as leis de insolvência tendem para uma maior proteção dos devedores. Mas essa tendência vem sendo revista. A partir da crise asiática do final dos anos 90, surge um esforço mundial no sentido de discutir as leis de insolvência, visando a criação de estruturas

que permitam a minimização dos efeitos das crises sistêmicas financeiras sobre o setor real e incentivem esforços de recuperação eficientes. E dentro desse contexto a escolha entre uma lei orientada para o direito dos credores, ou uma estrutura legal onde o devedor é mais protegido, passou a ser analisada com mais cuidado.

A literatura recente defende, em sua grande maioria, dois aspectos fundamentais: o primeiro se concentra na criação de alternativas de recuperação, estabelecendo assim a possibilidade de resolução de problemas de insolvência com menor custo em termos de valores intangíveis e de emprego. O segundo aspecto diz respeito à participação ativa dos credores em processos de resolução de insolvência, eles que são os grandes interessados em maximizar o valor dos ativos da empresa em dificuldade para receberem o pagamento dos seus créditos.

Embora intuitivamente claros, esses aspectos inserem uma série de questões que tornam a discussão mais complexa do que a princípio possa parecer. Cada um deles tem efeitos indiretos importantes e que merecem uma discussão mais detalhada.

Em relação à criação de alternativas de recuperação, além de uma certa unanimidade acadêmica, verifica-se uma tendência mundial nesse sentido. Isso porque a resolução de problemas de insolvência, mantendo-se a empresa em funcionamento – e dada a hipótese de desequilíbrio momentâneo, significa maximização do valor dos seus ativos, evita rupturas econômicas maiores e mantém empregos. Logo, a possibilidade de recuperação – tanto judicial como extrajudicial – sugere que ganhos de eficiência possam ser conseguidos. Mas quem deve se manter na gestão da empresa durante o processo de recuperação? O devedor, sob cuja administração a empresa entrou em dificuldades, ou um gestor externo, escolhido pela justiça ou pelos credores? A primeira opção tem como defensores aqueles que acreditam que o devedor tem condições de resolver a insolvência em menor espaço de tempo – minimizando a probabilidade de perda de valor dos ativos. Um outro aspecto diz respeito a incentivos *ex-ante*: o devedor – ou o gerente em nome dos acionistas – que sabe que perderá totalmente sua renda nos estados de falência, tende a transferir renda desses estados para os estados de pré-falência, reduzindo o total de recursos disponíveis no processo de resolução (Stiglitz 2001)[29].

Por outro lado, existem aqueles que acreditam que não só o devedor deve ser punido com o afastamento da empresa, como devem ser adotados critérios de prioridade absoluta, segundo os quais o devedor não recebe nada até que sejam pagos na totalidade todos os outros credores. São posições opostas e que ilustram a dificuldade de se criar sistemas em que um equilíbrio seja estabelecido.

A solução não é portanto trivial, nem neste nem em vários outros aspectos que determinam a estrutura dos sistemas de resolução de insolvências. O desafio é buscar um equilíbrio que permita maximizar os resultados em termos de bem estar geral.

2.1 Equilíbrio entre direitos de credores e direitos de devedores

O equilíbrio da relação entre direitos de credores e direitos de devedores se baseia em aspectos específicos, como detalhado em Stiglitz (2001)[29] e apresentado a seguir. Esse equilíbrio é fundamental para a busca de avanços tanto em termos de eficiência quanto para uma justa distribuição de risco, sempre condicionado a fatores institucionais e conjunturais específicos a cada país.

Existe, atualmente, uma tendência a se defender de forma indiscriminada, uma maior proteção dos credores nas relações de crédito. A base dessa defesa é a necessidade de se promover os mercados de crédito e melhorar as percepções de risco dos emprestadores, com reflexos positivos nos preços dos empréstimos. Sem dúvida que há, nessa argumentação, uma grande verdade: uma forma direta de se elevar os volumes e reduzir o custo do crédito se dá por meio

da diminuição das incertezas quanto à possibilidade de recuperação dos recursos emprestados. E a melhor forma de diminuí-las é justamente reduzir a probabilidade de realização de estados da natureza em que os pagamentos não são feitos. Um sistema legal que imponha restrições sobre a capacidade dos devedores de não pagarem suas dívidas minimiza a incerteza. Por outro lado, porém, há que se analisar os efeitos de uma orientação pró-credor sobre as ações dos devedores. E eles se traduzem em dois aspectos importantes: primeiro impactam negativamente em duas funções fundamentais dos contratos de empréstimo, prejudicando tanto a qualidade da seleção *ex-ante* dos projetos financiados quanto o monitoramento *ex-post*. Isso porque, ao aumentar os direitos dos credores, menos interesse há, por parte deles, de se engajarem em processos de seleção e monitoramento que minimizem as possibilidades de não pagamento. Em segundo lugar, uma estrutura legal de insolvência com ênfase demasiada nos direitos dos credores pode piorar a divisão de risco ao incentivar os devedores a transferirem renda dos estados de falência (onde não recebem nada) para os estados pré-falimentares aceitando, por exemplo, taxas de juros mais elevadas ou se voltando para projetos de alto risco.

Mas a análise não termina aqui. Também a orientação pró-devedor apresenta problemas evidentes, sendo o encolhimento do mercado de crédito o mais direto deles. Os emprestadores, ao perceberem que o sistema legal favorece o não pagamento nos casos em que o estado da natureza falência ocorre, tendem a ser mais restritivos em volumes e mais rígidos em preço. Além disso, sistemas de insolvência que não insiram sanções suficientemente fortes ao devedor, significam um incentivo para a leniência e para a construção de uma indústria de falência, com os agentes maximizando seus ganhos individuais a partir das possibilidades geradas pela benevolência do sistema.

Stiglitz (2001)[29] sugere que o balanceamento ideal dessa relação dependerá, fundamentalmente, do estágio do mercado de crédito de cada país. Países onde a cultura de crédito está mais avançada, os ganhos marginais de se aumentar os direitos dos credores são limitados. As leis, neste caso, devem estar mais voltadas para os devedores, garantindo assim os ganhos em termos de incentivos e de alocação de risco. Já onde o mercado de crédito é menos avançado e a aversão à falência não está arraigada, a lei deve estar orientada para a proteção dos direitos dos credores de modo a evitar que a utilização das leis de insolvência se torne uma forma de maximizar ganhos individuais, com reflexos nefastos sobre um mercado de crédito já limitado *a priori*. Além disso, do ponto de vista teórico, há ganhos de bem estar com a introdução de penalidades ao devedor (e portanto balanceamento dos direitos de credores e devedores), relativamente a situações extremas onde só o devedor ou só o credor arcam com os custos da insolvência (Araújo 2000)[2].

Essa análise pode ser feita sob uma ótica microeconômica simples, onde o banco, como qualquer firma, age maximizando uma função lucro que é dada, basicamente, pela diferença em termos esperados, entre a remuneração do depositante e o retorno dos recursos emprestados, ou seja, do pagamento por parte do tomador (além dos custos administrativos e operacionais envolvidos). O tomador, por sua vez, maximiza sua utilidade esperada, função da sua renda contingente, esta determinada por salários, pelo crédito tomado e pago e pela punição em caso de não pagamento.

Formalmente, pode-se analisar essa relação banco-tomador por meio de modelos de seleção adversa, supondo que:

1. O Principal - o banco - oferece um menu de contratos de empréstimo ao tomador.
2. O Agente - o tomador - pode ser mais ou menos arriscado.
3. O nível de risco do tomador - seu tipo - é informação privada do Agente.

O problema do banco é caracterizado pela maximização de sua função lucro, sujeito às restrições normativas de alocação de recursos e às restrições de participação e de incentivos

do Agente. Estas últimas definem, em última instância, o perfil da carteira de empréstimos formada pelo banco, e portanto seu perfil de risco *ex-post*.

O contrato é composto por duas variáveis: o tipo L_k de empréstimo e a taxa de juros i_t cobrada pelo banco.

Ambiente 1 Principal risco neutro - o banco

1 Agente - o tomador

O Agente pode ser do tipo θ_1 (baixo risco) ou θ_2 (alto risco).

tempo discreto

2 períodos: $t = 1, 2$

incerteza no segundo período quanto à realização do estado bom ou ruim da natureza

no primeiro período o banco oferece contratos de empréstimo

$\pi(L_k, \theta_h, \epsilon)$ é a probabilidade de realização do estado bom da natureza no segundo período.

A título de simplificação, supõe-se $D_\epsilon \pi = 0$, ou seja, a probabilidade de realização do estado bom da natureza independe de choques exógenos na economia.

Além disso, $D_\theta \pi < 0$; $D_\theta^2 \pi > 0$, ou seja, a probabilidade de ocorrência do estado bom da natureza se reduz quanto mais arriscado for o Agente. Para este caso com apenas dois tipos possíveis: $\pi(\theta_1) > \pi(\theta_2)$.

Função Utilidade do Agente O tomador de empréstimo deriva sua utilidade do consumo, sendo que este se divide em consumo no primeiro período e consumo no segundo período, contingente ao estado da natureza realizado.

Seja W^p a renda do indivíduo no período p , a utilidade, caso ocorra o estado bom da natureza (defido como $W^2 \geq L_h(1 + i_h)$), será dada por:

$$U(c^1, c^2, i, \theta) = u_{\theta_h}(W^1 + L_h) + u_{\theta_h}(W^2 - L_h(1 + i_h))$$

Caso ocorra o estado ruim da natureza (defido como $W^2 = W^{2D} < L_h(1 + i_h)$) a utilidade será dada por:

$$U(c^1, c^2, i, \theta) = u_{\theta_h}(W^1 + L_h) + (1 - \lambda)u_{\theta_h}(W^{2D})$$

onde $\lambda \in [0, \infty]$ é a penalidade imposta ao agente em caso de realização do estado ruim da natureza.

O tomador tem uma utilidade de reserva, dada pelo seu consumo quando ele não aceita qualquer dos contratos oferecidos pelo banco:

$$\bar{U}(c^1, c^2, i, \theta) = u_{\theta_h}(W^1) + u_{\theta_h}(W^2) = u_{\theta_h}(\bar{W})$$

O Agente se depara portanto com a seguinte função utilidade esperada:

$$EU = \pi_h(u_{\theta_h}(W^1 + L_h) + u_{\theta_h}(W^2 - L_h(1 + i_h))) + (1 - \pi_h)(u_{\theta_h}(W^1 + L_h) + (1 - \lambda)u_{\theta_h}(W^{2D}))$$

Atendidas as restrições de compatibilidade de incentivos e de participação usuais, a saber, o tomador do tipo i prefere fracamente o empréstimo L_i a L_j e a utilidade esperada ao se tomar o empréstimo é superior à utilidade esperada de autarquia, a solução indica que:

1. A exemplo de Araújo (2002)[3], se λ for muito alto a restrição de participação não estará atendida e a solução ótima do Agente, independente de θ_h , é não participar do mercado de crédito.
2. Existe λ^* , tal que a opção de pagamento, mesmo quando o estado ruim se realiza, é a solução ótima.

Ou seja, a punição funciona como um incentivo para o devedor - pois determina um balanceamento favorável ao pagamento, *vis-à-vis* ao custo do não pagamento. Por outro lado, do ponto de vista do emprestador, eleva-se o valor esperado do retorno do banco e determina, como efeito de segunda ordem, um equilíbrio com quantidades maiores e preços mais reduzidos.

Trata-se apenas de uma descrição formal simples de um conceito intuitivamente muito claro do ponto de vista econômico: se a percepção de risco quanto ao cumprimento das bases contratuais é alta e a punição pelo não-cumprimento é baixa - ou o *enforcement* não é claro - a precificação incorpora essa incerteza e a decisão de emprestar fica restrita em quantidade. Isto significa dizer que, ao não ter garantias de que os empréstimos concedidos serão pagos ou honrados nas formas contratuais estabelecidas, os bancos cobram mais caro pela concessão de financiamentos ou, no limite, restringem suas carteiras, direcionando recursos para ativos de maior retorno esperado. Esse conceito vem ao encontro de um dos objetivos que os procedimentos de resolução devem ter segundo Hall (2000)[?], que é a preservação do papel das dívidas por meio da penalização adequada de gerentes e controladores.

O sistema de resolução de insolvências, ou de forma mais precisa, as leis de falências, desempenham o papel da punição e portanto impactam no valor esperado do retorno do banco, estabelecendo custos ao não-cumprimento dos contratos de empréstimos e, por outro lado, minimizando as perdas esperadas dos bancos. Como efeito indireto, mas significativo, surgem o barateamento e a ampliação do crédito concedido. O mecanismo de atuação é claro e mostra a importância de uma lei de falências bem desenhada.

Tal explicação se baseia na preocupação central do banco na sua decisão de concessão e precificação dos empréstimos, que é a possibilidade de recuperação do principal e uma justa remuneração do seu capital de forma a cobrir custos e riscos da atividade de crédito. Dessa forma, a decisão do banco depende de aspectos relacionados a custo, mas também de fatores vinculados ao risco de crédito das operações. Assim sendo, não só o risco de crédito está incorporado na decisão de quanto dos recursos disponíveis o banco irá emprestar - e de que forma ele dividirá esses recursos entre as modalidades de crédito disponíveis - mas também na decisão do preço a cobrar nos empréstimos concedidos. É justamente nesse ponto que a normatização relacionada à resolução de empresas em dificuldades financeiras entra. Ela determina uma estrutura de incentivos para a empresa, tendo reflexos diretos sobre a probabilidade de recuperação dos ativos bancários alocados em empréstimos e portanto indiretos sobre a decisão dos bancos de quanto e a quanto emprestar.

A descrição desse mecanismo tem, no Brasil, um exemplo claro de funcionamento. A Lei de Falência atual - juntamente com a normatização que rege a figura da concordata - exibe uma estrutura com várias fontes de distorções: ela não maximiza a probabilidade de recuperação da empresa, pois determina uma estrutura de recomposição excessivamente rígida; ela não maximiza o retorno esperado do ativo, pois o processo é burocrático e quase nunca levado a cabo pelos maiores interessados nessa maximização; ela incorpora a possibilidade de recebimento de créditos trabalhistas mesmo para administradores - o que elimina uma das restrições de incentivos e apresenta como único fator positivo para os credores o reconhecimento dos créditos como prejuízos. Essas vantagens contábeis, aliadas à falta de alternativas viáveis, têm implicações perversas no sentido de incentivar os processos falimentares como forma de

minimização de prejuízos individuais, eliminando a possibilidade de maximização do retorno do total de ativos.

3 Sistemas de Insolvência e Mercado de Crédito

A relevância de um mercado de crédito ativo para o desenvolvimento econômico vem sendo discutida e defendida por diversas áreas da economia. Trabalhos teóricos (Beck *et al.* (2000)[6]) e estudos aplicados (Demirguç-Kunt e Levine (2003)[10]), defendem que o acesso a fontes de financiamento é um fator determinante do crescimento, das firmas em particular e da economia, de forma geral. Por outro lado, a observação mostra que a oferta de crédito privado difere entre os países, sendo que os países menos desenvolvidos tendem a apresentar maiores limitações de acesso a recursos financeiros.¹

Diversos fatores - além da estrutura informacional intrínseca - são apontados como causas dessas limitações, sendo que três grandes subconjuntos se destacam:

1. aspectos macroeconômicos e conjunturais;
2. aspectos normativos e
3. aspectos institucionais, sendo este último o subconjunto de interesse nesta seção.

Por aspectos institucionais entenda-se toda a estrutura primária da sociedade, aí envolvidas bases legais, processuais, contratuais, etc. Especificamente, o aspecto institucional relevante para fins da análise que se propõe aqui é justamente aquele que envolve a relação entre credores e devedores; seu balanceamento e sua capacidade de resolução respeitando contratos, principalmente em situações de crise. Isso está diretamente vinculado ao sistema de resolução de insolvências e tem efeitos diretos na relação creditícia antes mesmo da sua concretização, pois apresentam impactos sobre o mercado de crédito como um todo, extrapolando a relação individual entre banco e tomador.

A experiência internacional mostra uma grande diversidade de sistemas de resolução de insolvências. As diferenças se concentram nas estruturas disponíveis e no balanceamento entre direitos de credores e direitos de devedores. A próxima sub-seção apresenta três exemplos ilustrativos dessa diversidade: o sistema americano, inspirador das estruturas atuais de recuperação; o sistema inglês, com características de informalidade interessantes e o sistema francês, de orientação pró-devedor.

3.1 As Experiências Americana, Inglesa e Francesa.

Duas são as estruturas nas quais está baseada a maioria dos sistemas de insolvência no mundo: liquidação (*cash auction*) e barganha estruturada. Essas estruturas revelam uma preocupação convergente em abranger os dois aspectos fundamentais inerentes a um sistema de resolução de insolvências eficiente: estabelecer as bases de uma liquidação eficaz dos ativos da empresa falida, maximizando o valor dos bens e portanto minimizando perdas individuais e sociais e, por outro lado, criar condições para a manutenção de unidades produtivas viáveis, com ganhos econômicos e sociais evidentes.

¹Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento revela que, dos 20 países da América Latina pesquisados, 18 reportaram a falta de acesso a crédito como a maior preocupação dos empresários (Galindo, 2001)[11]).

No caso americano, a legislação de resolução de insolvências apresenta uma estrutura pró-credor, caracterizada pela proteção aos créditos com garantia real e pela participação ativa dos credores nos processos de recuperação via comitê de credores. Além disso, tanto os processos de falência quanto os de recuperação podem ser solicitados por credores, desde que atendidos critérios específicos de liquidez e não pagamento de dívidas vencidas, sendo que os deferimentos devem sempre satisfazer ao teste de "melhor interesse dos credores".

A principal lei que rege o sistema de falências é uma lei federal: o Código dos Estados Unidos (Título 11), datada de 1978. Os processos de falência são federais, julgados por um tribunal especializado – as cortes de falência – e se vêm sujeitos às leis estaduais locais. A estrutura dos processos de falência conta também com a interveniência do poder executivo, através do *Executive Office of the United States Trustee*, que tem a responsabilidade de administrar e/ou acompanhar os processos de falência. O papel da corte nos processos de insolvência se limita a resolver disputas legais entre as partes, não lhe cabendo a administração dos casos.

A lei de falências americana prevê, no Código de Insolvências, processos de falência (Capítulo 7) e de recuperação de empresas e se baseia atualmente em políticas de equidade de distribuição para credores similares; maximização dos valores e retornos para os credores; um período de carência inicial para o devedor (*breathing spell*) e benevolência para com o devedor honesto, mas desafortunado.

O Capítulo 11 do código americano de insolvências rege os processos de reorganização e visa a dar uma oportunidade para empresas com problemas financeiros, desde que o valor do negócio seja superior para os credores do que seria no processo de liquidação. Uma vez solicitada a reorganização, todas as ações contra o devedor são interrompidas e uma reunião com credores deve ser feita em até três semanas. Um plano de reorganização deve ser apresentado em até 120 dias estabelecendo as formas de pagamentos para cada classe de credores, podendo ser proposto pelo devedor, pelos credores, pelo *trustee* (quando se aplica) ou pelos acionistas da empresa. Uma maioria numérica de credores e de pelo menos dois terços em valores de créditos deve ser atingida para que o plano seja aprovado. Além disso, para que seja confirmado pela corte, o plano deve ser proposto de boa fé, estar em conformidade com a lei, ser de melhor interesse para os credores e ser viável. Os créditos com garantia são protegidos nos processos de recuperação, até o valor de seus colaterais.

A lei inglesa apresenta uma forte tendência pró-credor, em alguns aspectos de forma ainda mais acentuada que a legislação americana. Os credores com garantia real estão, igualmente, protegidos e têm seus colaterais excluídos do rateio da massa em caso de falência. Nos casos de recuperação formal, o devedor é afastado da empresa, que passa a ser gerida por um administrador judicial. Em todas as demais estruturas previstas na legislação inglesa, os credores têm participação direta, garantindo aspectos positivos de governança. Além disso, existe uma ampla utilização de estruturas extrajudiciais, que fazem da legislação inglesa uma referência quando se analisam aspectos informais de reestruturação de empresas.

A lei que rege os processos de insolvência na Inglaterra e País de Gales é o Ato de Insolvência, datado de 1986. Vários níveis de tratamento são considerados, de acordo com a classificação do processo da empresa em dificuldade: se voluntariamente liquidada ou se objeto de liquidação compulsória. Além disso, duas figuras de recuperação estão presentes na lei inglesa: a reestruturação informal e a reestruturação com envolvimento judicial. O envolvimento do executivo nos processos de resolução de insolvência se dá via Departamento de Comércio e Indústria, que dispõe de um serviço que tem como principal função indicar um "recebedor oficial" das empresas insolventes e que administra o processo até que o liquidante seja indicado.

No caso das liquidações voluntárias não há necessidade de envolvimento da justiça, sendo

que as duas figuras previstas na lei inglesa são a liquidação voluntária pelos membros (MVL) e a liquidação voluntária por credores (CVL), onde os credores assumem a liquidação da empresa insolvente. A MVL é feita sob o controle dos acionistas e depende apenas de uma declaração onde, por maioria de 2/3, os acionistas afirmam que a empresa, após análise da situação financeira global, tem condições de pagar seus débitos (principal mais juros) em um período de 12 meses. Neste caso, um liquidante é indicado pelos acionistas para administrar o processo de liquidação. A CVL, por outro lado, apesar de também ser processada sem a necessidade de uma ordem judicial, tem como aspecto principal a insolvência da empresa.

No campo das reestruturações informais, observam-se duas subdivisões mais importantes: a “*Workout*”, que se refere a um acordo consensual entre a empresa e seus credores majoritários e funciona como um contrato e o Acordo Voluntário de Empresas (CVA), que se materializa a partir de procedimentos estatutários com a participação de credores e acionistas e normalmente envolvem reestruturações de dívidas e de capital. A participação judicial se limita ao preenchimento de algumas exigências documentais.

As reestruturações formais, ou com envolvimento judicial, se caracterizam pela substituição do controle e gerência por um administrador sancionado pela corte com o objetivo de promover a reorganização e o refinanciamento de empresas insolventes ou que estejam no processo de insolvência. As petições de reestruturação podem ser feitas por credores, acionistas ou administradores, sendo que normalmente os últimos respondem pelo requerimento dos processos. Os requerimentos necessários para que a justiça conceda a reestruturação se baseiam em critérios de sobrevivência da empresa – ou do negócio – e de maior vantagem na realização de ativos e pagamento de dívidas.

O que se percebe, portanto, é que embora ambas as leis de insolvência inglesa e americana prevejam processos de liquidação, elas dão margem a reestruturações de empresas potencialmente recuperáveis. Do ponto de vista de fortalecimento de direitos de credores, por outro lado, a lei inglesa apresenta alguns aspectos mais rigorosos como o afastamento dos diretores nos processos formais e a valorização de credores nos processos tanto de liquidação quanto de reorganização. Isso se torna mais evidente quando aspectos micro são analisados: no caso da lei inglesa, as restrições para reestruturação são mais rígidas e os bens gravados não estão sujeitos à suspensão automática quando o processo de resolução é iniciado.

A legislação francesa, por outro lado, apresenta uma tendência pró-devedor. Não se prevê um comitê de credores no caso de falência, mas apenas um representante ou a indicação - por solicitação expressa - de um credor como supervisor do processo. Credores com garantia real estão sujeitos aos períodos de suspensão e entram no concurso de credores, subordinados aos créditos trabalhistas e extra-concursais. Além disso, ao contrário dos sistemas americano e inglês, processos de recuperação não podem ser solicitados por credores.

O sistema legal de insolvências francês é regido pelas Leis No. 85-98, de janeiro de 1985 e No. 84-184, de março de 1984, que trata de acordos voluntários de reorganização e se baseia em duas estruturas básicas: os processos de insolvência e os processos de reorganização voluntária.

Os processos de insolvência podem ser iniciados pelo devedor ou pelo credor, desde que comprovado o não pagamento do seu crédito. Cabe ao judiciário definir pela continuidade do negócio ou pela sua liquidação. No primeiro caso, inicia-se um período de observação de no máximo 20 meses. Durante esse período o administrador, escolhido pelo juiz, faz o levantamento detalhado dos negócios do devedor e a apresentação de planos de reestruturação que visem à continuidade dos negócios. O período de observação se caracteriza pela interrupção das ações relativas a créditos anteriores ao início do processo, estendendo-se, inclusive, aos créditos garantidos, cujas garantias não podem ser retomadas até que se encerre o prazo.

Reorganizações voluntárias, por outro lado, só podem ser solicitadas pelo devedor. Dois

processos distintos estão previstos na lei francesa: o devedor solicita ao juiz a nomeação de um perito, que desempenha um papel informal e confidencial de sugerir projetos de reestruturação, sem força legal ou administrativa; ou solicita a reorganização formal, que prevê a nomeação de um mediador pelo período de quatro meses, com a função de buscar acordos e apresentar soluções para as dificuldades financeiras do devedor.

A lei francesa é, portanto, menos rigorosa no que se refere a obrigações do devedor insolvente. Embora existam processos de recuperação, eles estão mais centrados em concessões da justiça, sendo menos formais no que se refere ao tratamento dos ativos da empresa e caracteriza-se por transferir pouco poder ao credor, principalmente durante o período de suspensão. Além disso, a posição do credor, nos casos de processos de insolvência, é defendida por meio de um representante, que tem papel acessório ao administrador e ao comissário da justiça. Relativamente às leis americana e inglesa, a francesa estabelece uma postura pró-devedor, divergindo, inclusive, de características internacionalmente reconhecidas como mais eficientes.²

Vê-se que os sistemas de resolução de insolvência podem diferir consideravelmente, quer nos seus aspectos conceituais, quer nas suas estruturas micro. Existe, contudo, um movimento de convergência em relação ao que é considerado como “melhores práticas” no desenho de sistemas de insolvência. O Banco Mundial publicou, como resultado de uma série de trabalhos de pesquisa e conferências mundiais, o documento **Princípios de Eficácia e Orientações para Sistemas de Insolvência e Direitos de Credores** [27], que enumera as características básicas para que um sistema de resolução de insolvências funcione de forma eficaz. Trata-se de um documento geral, sem o objetivo de estabelecer normas rígidas de conduta ou de estruturação, mas que visa, principalmente, a determinar critérios mínimos necessários para que problemas de perigo moral sejam minimizados e maior eficiência seja atingida. São 35 princípios, divididos em quatro subconjuntos que tratam, respectivamente, do sistema legal para direito de credores; base legal para resolução de insolvências; características dos sistemas de recuperação judicial e da infra-estrutura jurídica de aplicação das leis de insolvência.

3.2 Melhores Práticas: Princípios de Eficácia para Sistemas de Insolvência

A exemplo do que foi feito pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS) em relação à regulação bancária, ou o artigo de Garcia (1999)[12] fez para sistemas de seguros depósitos, o Banco Mundial coordenou, em 2001, um extenso trabalho que conjugou esforços de pesquisa e discussões entre países e organismos multilaterais e que deu origem a um documento que agrega as melhores práticas a serem seguidas na construção de um sistema eficaz de resolução de insolvências. O documento, *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*, teve a participação de especialistas de mais de 75 países e tem como objetivo principal estabelecer uma orientação, com base nas experiências internacionais, no que se refere ao desenho das leis de insolvência e proteção a credores.

O trabalho ressalta a relação "entre custo/fluxo de crédito e as leis e instituições que reconhecem e protegem os acordos creditícios, explicitando a importância desses aspectos na criação de um ambiente propício ao desenvolvimento de um mercado de crédito ativo". Os princípios agregam aspectos vinculados a processos de execução de dívidas, sistemas de insolvência,

²A reforma da lei francesa está na agenda política do país. Uma posição peculiar que tende a ser incluída na discussão se refere à participação das instituições financeiras nos processos de insolvência. Surgem questionamentos quanto à responsabilidade das instituições financeiras em relação às dificuldades financeiras das empresas. (Insolvency and Restructuring 2003[14]).

processos de recuperação e participação do judiciário e objetivam minimizar incertezas relacionadas ao reconhecimento e recuperação de créditos.

O primeiro conjunto de princípios (Princípios 1 a 5), se concentra em defender a importância da proteção a demandas de créditos com ou sem garantias vinculadas. O documento reforça o papel que uma estrutura transparente e eficiente de reconhecimento, execução e recuperação de créditos desempenha no desenvolvimento de uma economia moderna com acesso amplo a crédito. Especificamente no que se refere a créditos com garantia, destaca-se a necessidade de proteção das suas prioridades, além da importância de se estabelecer métodos eficazes, baratos e previsíveis de execução, permitindo a realização dos ativos em menor tempo possível.

O foco deste conjunto inicial de princípios é, portanto, o de estabelecer a necessidade de se garantir um processo rápido e eficiente de reconhecimento e execução de créditos e garantias, reduzindo as incertezas extrínsecas à concessão de crédito.

Um dos estados possíveis da natureza, uma vez concedido um crédito, é a quebra da empresa e a conseqüente liquidação dos seus ativos para pagamento do seu passivo. Os princípios de número 6 a 16 se concentram nos aspectos necessários para que esse processo se dê de forma eficiente. Neste ponto são detalhados procedimentos que abrangem desde o estabelecimento de períodos de suspensão, até aspectos de governança e administração da falência.

O foco central deste conjunto de princípios é a busca de uma estrutura legal que permita a realização rápida e eficiente dos ativos da empresa falida e, conseqüentemente, a minimização das perdas pelos diversos credores.

Os princípios 17 a 24 regem os aspectos fundamentais para a estruturação de um sistema de recuperação de empresas. Neste contexto, rapidez, facilidade de acesso, participação e proteção às partes envolvidas são essenciais. Além disso, há que se garantir que a estrutura permita e incentive a negociação de um plano de recuperação, vinculando a sua aprovação à maioria democrática, garantido contudo, a apropriada proteção a minoritários e a adequada supervisão da justiça. Destaca-se a importância da participação dos credores nos processos de recuperação, através de comitês que garantam uma boa governança e protejam os direitos das diversas classes de credores. Dois princípios adicionais, os de número 25 e 26, destacam a importância de se legitimar acordos informais de reestruturação, permitindo assim o estabelecimento de processos menos burocráticos e custosos.

Este conjunto amplo de aspectos visa a garantir a possibilidade de recuperação de empresas viáveis, minimizando a probabilidade do estado falência, com efeitos positivos não só para o mercado de crédito, mas para a economia como um todo.

O estabelecimento de uma estrutura legal de insolvências eficaz, embora condição necessária, não é condição suficiente para que os processos de resolução sejam eficientes e os impactos sobre o mercado de crédito sejam positivos. A sua aplicação correta é fundamental para que os ganhos estabelecidos pela lei sejam efetivamente incorporados pela economia. Para tanto, o sistema judiciário joga papel muito importante, pois pode significar a consolidação dos avanços ou o seu impedimento.

Para que a atuação do judiciário seja no sentido de consolidar os avanços, o documento destaca a necessidade de cortes independentes, acessíveis, qualificadas e de caráter supervisor - e não interventor - sugerindo, inclusive, que existem ganhos potenciais na criação de cortes especializadas em falência.

Há, portanto, que se conjugar fatores que contemplem desde o reconhecimento do crédito concedido - e das garantias oferecidas - até a atuação transparente e consistente do judiciário, passando pela criação de processos de reestruturação e falimentares que obedeçam a princípios de eficiência e eficácia, que respeitem contratos e prioridades e minimizem as incertezas quanto à recuperação dos créditos concedidos. São todas questões fundamentais na busca de um

sistema legal de resolução de insolvências eficaz, que têm, certamente, efeitos positivos para a ampliação do mercado de crédito.

No caso brasileiro, a lei de falências atual se distancia de vários dos princípios estabelecidos no documento. No que se refere à primeira parte dos princípios, problemas relativos a um sistema eficiente e rápido de reconhecimento e execução de dívidas emergem, além da ausência de proteção a direitos de credores com garantia real, hoje subordinados aos créditos trabalhistas e tributários de forma ilimitada. A legislação atual se caracteriza também pela ausência de mecanismos de recuperação de empresas, pois a figura da concordata - única figura existente - se mostra ineficaz para viabilizar empresas em dificuldade. Além disso, problemas graves existem na aplicabilidade da lei: morosidade, discricionariedade e desrespeito a contratos.

4 A Lei de Falências no Brasil

Duas são as figuras legais hoje disponíveis para empresas em dificuldades econômicas: a concordata - vinculada, em tese, a desequilíbrios financeiros momentâneos - e a falência, que embora voltada para a realização dos ativos da empresa para pagamento dos credores, admite o retorno às atividades via concordata suspensiva.

Do ponto de vista dos bancos, as figuras da concordata e da falência deixaram, há muito, de atingir o objetivo a que se propunham. Ou seja, não representam a possibilidade de minimização de prejuízos dos empréstimos concedidos a empresas em dificuldade, não tendo, portanto, impactos positivos em termos de risco de crédito de empréstimos bancários.

A Lei de Falências atualmente em vigor (Decreto Lei 7.661 de 1945) é considerada ineficaz no que se refere a seu objetivo principal que é o de permitir a realização dos ativos de uma empresa falida levando-se em conta a lisura do processo e a maior realização possível. O que se verifica na prática é uma situação inversa, com os processos falimentares sendo sinônimos de desperdício de recursos e inevitável perda para os credores da massa.

Especificamente no que se refere ao Sistema Financeiro Nacional, a Lei de Falências sempre significou mais um atributo contábil que permite a inscrição de créditos em prejuízo - e, portanto sua compensação no imposto a pagar - do que alguma possibilidade de recuperação de créditos. Quanto à concordata, ela não incorpora os créditos bancários com garantia real, pois se refere apenas aos créditos quirografários e não representa possibilidade de recuperação da empresa mas sim o adiamento da falência, por se tratar de um instrumento rígido, concedido sob a forma de "favor legal".

Desde 1993 tramita no Congresso um Projeto de Lei que visa a substituir o Decreto Lei 7.661, instituindo a figura da recuperação judicial e regulando a falência em bases mais modernas. Busca-se assim criar uma forma mais eficaz e ampla de recuperação de empresas e definir um processo de falência mais eficiente.

5 A Nova Lei de Recuperação de Empresas

Dada a obsolescência da atual Lei de Falência o Poder Executivo encaminhou, em dezembro de 1993, à Câmara dos Deputados, um Projeto de Lei visando à reestruturação das normas que regem os regimes de concordata e falência, propondo avanços que buscam promover a eficiência dos regimes em questão. O objetivo final é que se consiga, com a modernização da legislação em questão, abrir possibilidades reais de recuperação de empresas e manutenção de empregos e, em última instância, viabilizar processos mais eficientes de liquidação de empresas insolventes.

A partir das discussões que se seguiram à apreciação do projeto e com o interesse despertado pelo Ministério da Fazenda e pelo Banco Central, a discussão acerca dos ganhos do estabelecimento de uma Lei de Falências mais moderna passou a incorporar os impactos positivos na tomada de decisão dos bancos no que se refere a preço e volume de crédito ofertado.

Relativamente à Lei de Falências atual, diversos são os avanços introduzidos pelo Projeto de Lei 071/2003, agora em fase de tramitação no Senado Federal. No âmbito conceitual, o mais significativo deles se refere à introdução da figura da recuperação de empresas, inspirada no Capítulo 11 do Código de Insolvências americano e que substitui a atual concordata. Os ganhos do ponto de vista econômico se concentram na viabilização de planos de recuperação, baseados na negociação entre devedor e credores - via criação de Assembléias e Comitês de credores - e que visam à manutenção de unidades produtivas em dificuldades momentâneas (Araújo e Lundberg (2003))[3].

Do ponto de vista do mercado de crédito, a figura da recuperação - judicial ou extrajudicial - apesar de estritamente significar a extensão, aos agentes bancários, da submissão ao plano de recuperação aprovado pela maioria dos credores, tem impactos positivos ao aumentar a probabilidade de continuidade da empresa e portanto da recuperação do crédito. Além disso, uma vez incorporadas proteções às garantias reais, preserva-se o retorno do crédito mesmo em casos de falência da empresa.

No âmbito da falência, o projeto representa avanços institucionais de grande importância, que minimizam a perda de valor dos ativos de empresas falidas e incorporam ganhos inequívocos de eficiência na resolução de insolvências corporativas. Nesse contexto, destacam-se: a possibilidade de venda em bloco da empresa, garantindo a manutenção de valores intangíveis, que nas bases da lei atual se perdem; limitação do privilégio dos créditos trabalhistas, evitando a expropriação da massa falida por parte de ex-controladores ou ex-administradores; a eliminação das sucessões trabalhista e tributária em caso de venda em hasta pública de ativos de empresa falida, evitando a perda de valor em função de passivos ocultos; e a inversão, na ordem de classificação, dos créditos com garantia real em relação aos créditos tributários.³

Todos esses aspectos, de forma indistinta, representam avanços muito importantes do ponto de vista do mercado de crédito. Maximizam o valor dos ativos - e portanto da massa a ser distribuída, limitam a possibilidade de expropriação por parte de demandas trabalhistas com prioridade ilegítima e elevam a prioridade da garantia real, antes totalmente subordinada ao fisco.

Sob uma ótica geral, a análise do conjunto do PL 71/2003 do ponto de vista do mercado de crédito é, não só relativamente ao Decreto Lei 7.661 mas também em termos absolutos, positiva: busca-se alinhar incentivos e definir um balanceamento mais equilibrado entre credores e devedores, possibilita a maximização do valor dos ativos das unidades falidas, limita prioridades, criando incentivos à participação de todos os credores e respeita direitos de propriedade. Estabelece, portanto, um melhor balanceamento entre direitos de devedores e de credores, totalmente prejudicado na estrutura legal vigente. Conseqüentemente, permite a redução das incertezas relativas a falhas institucionais e aumenta a possibilidade de recuperação do crédito e de uma precificação mais acurada.

Embora em vários aspectos o Brasil esteja, em termos da nova lei, se aproximando de práticas reconhecidas internacionalmente, em vários outros, problemas ainda permanecem. Por um lado temos a introdução de processos de recuperação - antes inexistentes - garantindo-se a participação dos credores. Créditos com garantia real ganharam proteção mais ampla e os

³Essa inversão foi introduzida no relatório aprovado pela Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal. O projeto aprovado na Câmara do Deputados contemplava apenas a equiparação dos créditos com garantia real em relação aos créditos tributários.

processos de falência tendem a ser mais eficientes com a eliminação de sucessões trabalhistas e tributárias na venda de ativos. Por outro lado, problemas básicos ainda permanecem, a maior parte deles vinculados à falta de agilidade na resolução de processos de execução de dívidas, ao não reconhecimento de cláusulas contratuais pelas cortes, e à concessão de prioridade excessiva aos fiscos e o não reconhecimento completo dos credores com garantia real. Estes são exemplos de distanciamento das melhores práticas que, por sua vez, representam a convergência internacional no sentido de sistemas de resolução de insolvências mais eficazes e eficientes.⁴ Apesar dos avanços gerais indiscutíveis, há que se ressaltar que permanecem alguns desses pontos ainda não resolvidos podem impedir a completa assimilação dos avanços pelos agentes financiadores.

6 Classificação de Créditos na Falência e o Mercado de Crédito

A ordem de classificação dos créditos na falência impacta diretamente em dois aspectos fundamentais: nos incentivos à resolução rápida e eficiente dos processos falimentares e nos ganhos institucionais relativos ao respeito a contratos celebrados anteriormente à condição de insolvência. Significam, portanto, minimização de perdas e redução de riscos, ambas condições importantes para uma melhor eficiência alocativa.

A classificação de créditos padrão obedece a uma divisão que leva em conta, fundamentalmente, o poder de barganha das partes, a capacidade de monitoramento do risco assumido, a associação de garantias e o interesse geral versus interesse particular, buscando estabelecer uma relação equilibrada entre os diversos credores, no que tange à proteção e a capacidade de avaliação de riscos. Essa é a preocupação central que permeia a escolha da ordem de classificação que, não por acaso, busca proteger trabalhadores, com ênfase nos assalariados.

Por outro lado, não se pode negligenciar a importância da ordem de classificação quando o foco é eficiência e o estabelecimento de incentivos corretos. Uma ordem de classificação que leva à percepção de não recebimento por alguma das classes tem, como consequência natural, o não envolvimento dela no processo de resolução. Se, adicionalmente, as classes protegidas de forma absoluta não se envolvem, cria-se uma situação de ineficiência, com os processos de resolução culminando em perdas expressivas de valor e se alongando por prazos indeterminados.

O balanceamento dos aspectos importantes a serem observados na determinação da ordem de classificação é, portanto, fundamental para que se consiga, ao mesmo tempo, estruturar um processo de barganha equilibrado e gerar incentivos corretos no sentido de processos de resolução eficazes e eficientes.

Dentro do conjunto de credores potenciais de uma empresa falida, podem-se separar três classes distintas que ilustram a diversidade de interesses envolvidos no processo de divisão dos recursos da massa: os credores trabalhistas, os credores com garantia real e o governo.

6.1 Créditos Trabalhistas

Do ponto de vista conceitual, esta é a classe de credores que tem menor capacidade de avaliação de risco e menor poder de barganha, justificando-se assim sua prioridade de recebimento em relação a todos os demais créditos. Junte-se a isso argumentos de ordem social que justificam

⁴A reforma do Código Tributário Nacional, que corre em paralelo à discussão da nova lei de falências, deveria avançar também no sentido de eliminar a possibilidade do fisco de alienar bem gravados para o pagamento de dívidas tributárias.

a prioridade, mas que fogem ao escopo deste trabalho discutir. Conseqüentemente, percebe-se que de forma quase que indiscriminada, a grande maioria dos sistemas de resolução de insolvência coloca os créditos trabalhistas com alguma prioridade admitindo, no máximo, a sua subordinação a uma ou duas classe de credores.

Por outro lado, essa análise geral insere algumas imperfeições, dentre elas a inclusão de créditos trabalhistas detidos por gerentes, administradores ou controladores. Neste caso, não só a proteção perde sentido com base na capacidade de avaliação de risco como, igualmente, não se justifica em termos de poder de barganha. O tratamento da totalidade desses créditos com prioridade máxima fere ambos os argumentos que justificam a sua classificação privilegiada.

Não se trata aqui de defender a eliminação da prioridade do crédito trabalhista. Ao contrário, trata-se de proteger a demanda trabalhista legítima, garantindo-lhe o pagamento prioritário, mas respeitando o equilíbrio dentro da própria classe e em relação aos demais credores. E a forma direta de se resolver essa distorção é o estabelecimento de um teto para essa prioridade. Dessa forma, concede-se a necessária proteção e evita-se que ela se torne um instrumento de expropriação da massa e um mecanismo de desincentivo para as demais classes de credores.

6.2 Créditos com Garantia Real

O Princípio 1 do documento de “melhores práticas” do Banco Mundial destaca a importância de um sistema que garanta o cumprimento dos direitos de credores – com ou sem garantia – tanto em condições de normalidade quanto em condições de insolvência. O Princípio 3, por sua vez, é ainda mais específico ao defender a necessidade de se proteger os direitos dos credores com garantia, reduzindo tanto quanto possível, a prioridade sobre esses créditos.

Essa proteção se baseia em dois aspectos fundamentais de desenvolvimento institucional: a transparência das regras vigentes e o respeito aos contratos celebrados entre as partes. Neste ponto atinge-se um dos principais vínculos entre o sistema de resolução de insolvências e o funcionamento do mercado de crédito. A garantia real representa, em termos do mercado de crédito, um importante fator de alavancagem e de redução de custos financeiros. Essa situação vale quando os agentes percebem sua capacidade de retomá-las nos casos em que estados ruins da natureza se realizam. Do contrário, se elas valem apenas quando o estado bom ocorre, não trazem ganhos em termos de redução de riscos e portanto não jogam papel algum na redução dos custos ou elevação dos volumes disponíveis de crédito.

É, portanto, de fundamental importância que se garanta a proteção ao crédito garantido de forma que os ganhos potenciais que ele insere em termos de custo e volume disponíveis ao financiamento possam ser totalmente incorporados pela sociedade.

6.3 Créditos Tributários

A proteção dos créditos tributários está baseada no princípio fundamental da proteção da coisa pública. Sua classificação prioritária significa a necessidade de garantir o pagamento dos valores devidos à sociedade como um todo, relativamente às dívidas individuais. Este é um princípio cuja coerência não permite o questionamento da sua validade, o que não impede, porém, que se questione os resultados que sua aplicação indiscriminada pode gerar.

O processo falimentar padrão se caracteriza pela insuficiência dos recursos necessários ao pagamento de todos os credores. Mais do que isso, significa perda de valor de ativos tangíveis e intangíveis – perda essa que agrava ainda mais a situação de escassez de recursos a serem distribuídos.

Dentro desse contexto, mecanismos que incentivem a participação de credores de forma a agilizar o processo de resolução são de fundamental importância na elevação dos valores arrecadados e portanto na maximização dos recursos disponíveis.

A prioridade do fisco joga contra o estabelecimento desse mecanismo de incentivo. Ao garantir-se o privilégio de recebimento dos créditos tributários à frente dos demais – inclusive daqueles com garantia real, em desrespeito a contratos previamente celebrados – reduz-se à possibilidade de recebimento pelas demais classes e, conseqüentemente, elimina-se o incentivo para que essas classes se engajem no processo de resolução. Além disso, por não ser função da autoridade tributária liderar processos falimentares, há que se esperar que eles se estendam indefinidamente, inclusive reduzindo as possibilidades de recebimento pelo próprio fisco.

A redução da prioridade do crédito tributário tem como efeito ganhos institucionais vinculados a respeito a contratos e a garantia de participação de outras classes de credores no processo de resolução. Neste caso, as conseqüências são positivas tanto em termos do mercado de crédito, via maior clareza em suas relações contratuais e, portanto, melhor capacidade de avaliação dos riscos envolvidos nos casos em que o estado falência ocorre, quanto para a autoridade tributária e, por conseqüência, para a sociedade como um todo pelos resultados potencialmente superiores.

Em síntese, uma situação falimentar se caracteriza, fundamentalmente, pela escassez de recursos relativamente ao passivo existente. Não havendo recursos suficientes para a liquidação de todos os créditos, há que se encontrar uma ordem de prioridade que contemple, ao mesmo tempo, justiça, transparência e eficiência, o que não é trivial quando interesses diversos estão envolvidos. Trata-se, portanto, de buscar minimizar as distorções - tanto do ponto de vista de poder de barganha, quanto de incentivos - de forma que a maximização dos recursos seja alcançada e um maior envolvimento dos diversos credores implique em menores prejuízos ao processo de liquidação dos ativos.

7 Conclusão

O mercado de crédito brasileiro é restrito em volume e caro. Conseqüentemente, o acesso é limitado, o que impacta negativamente no potencial de crescimento econômico. Neste sentido, a criação de um ambiente propício ao desenvolvimento de um mercado de crédito ativo é de grande importância e passa, necessariamente, por avanços institucionais baseados em reformas microeconômicas fundamentais. Neste contexto se insere a discussão da reformulação do sistema brasileiro de resolução de insolvências corporativas, atualmente ultrapassado e origem de graves distorções. A reforma da Lei de Falências é hoje, acima de tudo, uma necessidade econômica no sentido de se resolver essas distorções. Problemas de ineficiência no que concerne aos mecanismos de realização de ativos de empresas falidas e problemas de incentivos errados ditando as ações dos agentes tanto em situações pré-falimentares quanto de liquidação e recuperação. Com isso temos um sistema de resolução de insolvência corporativa no Brasil que vem impactando negativamente tanto no preço quanto no volume do crédito privado concedido. E, mesmo concordando que não haja nenhum desenho de lei de insolvência que seja Pareto dominante, com certeza tem-se hoje no Brasil um mecanismo Pareto dominado e que portanto merece a devida atenção para que sua reformulação seja feita de forma ordenada, mas com a devida urgência.

Esse processo já foi iniciado e analisando o PL 71/2003, avanços indiscutíveis são percebidos, principalmente no que tange à criação de mecanismos que possibilitam – e incentivam – a participação direta dos credores nos processos de resolução.

Os avanços e seus reflexos sobre a estrutura de incentivos que se destacam estão explicitados a seguir:

- A criação da figura da recuperação judicial (eliminando-se a figura da concordata suspensiva), aumentando a eficiência dos processos ao estabelecer objetivos claros de resolução;
- Prioridade de venda em bloco dos ativos da empresa, aumentando eficiência, ao possibilitar a maximização do retorno esperado da venda dos ativos, incorporando valores intangíveis como, por exemplo, fundos de comércio;
- Limitação do privilégio de créditos trabalhistas a 150 salários mínimos, criando incentivos para a participação dos credores nos processos de recuperação ao aumentar a probabilidade de recuperação de créditos, eliminando incentivos perversos que estão vinculados à possibilidade de recuperação de créditos trabalhistas elevados por parte de administradores e gerentes;
- Criação das figuras da Assembléia Geral de Credores e da recuperação extrajudicial, estabelecendo incentivos à participação formal dos credores e determinando que os processos falimentares e principalmente os de recuperação judicial devem estar respaldados por decisões tomadas pela maioria dos credores, cabendo ao juiz o papel de homologação de projetos estruturados pelo conjunto de credores e não somente projetos unilaterais;
- Elevação da prioridade do credor com garantia real em relação ao fisco, significando uma melhora institucional importante ao proteger os contratos prévios à falência e garantir a recuperação do crédito no estado ruim da natureza.

Considerando um dos objetivos da alteração da estrutura que rege os processos de resolução de empresas em dificuldade no Brasil, qual seja o de expansão do crédito bancário ao setor privado produtivo, avanços importantes são observados e, uma vez consolidados, terão impactos positivos. Cada um dos aspectos levantados – e identificados inequivocamente como avanços em relação à legislação em vigor – representa ganhos para a estrutura de incentivos e, portanto, implica em aumentos na probabilidade de recuperação de créditos concedidos via empréstimos. Com isso, abre-se a possibilidade não só de elevação dos volumes emprestados mas também de redução no preço desses empréstimos, ambos fruto de uma redução no risco de crédito percebido pelos bancos, este função direta da estrutura legal de recuperação de créditos de liquidação duvidosa.

Neste ponto se insere, contudo, uma preocupação, diretamente vinculada ao quarto conjunto de "princípios de eficácia". Trata-se da aplicação da nova lei pelo sistema judiciário brasileiro. A discricionariedade, o ativismo, a morosidade, extensamente discutidos em Castellar (2003)[24], são entraves à consolidação dos avanços conseguidos do ponto de vista econômico e, se mantidos na aplicação da nova lei, significarão a perpetuação das distorções antigas e evitarão que os ganhos potenciais da modernização da lei de insolvência se transformem em ganhos reais em termos de desenvolvimento financeiro.

Vale destacar que a preocupação de se montar uma estrutura de mecanismos eficiente não pode se concentrar apenas nas possibilidades do credor de recuperar seus créditos. Ela deve também considerar os aspectos inibidores do tomador estabelecendo, *a priori*, desincentivos a uma prática empresarial ineficiente, e tornando o processo de resolução uma solução última e não uma saída normal. Até porque, para os bancos, a percepção de que a punição para a inadimplência – ou atraso no pagamento dos débitos – não está devidamente desincentivada pela estrutura institucional pode neutralizar vários dos potenciais avanços introduzidos com a aprovação do PL 71/2003 em questão. É, mais uma vez, a busca de equilíbrio entre direitos e deveres de credores e tomadores, na tentativa de construção de um desenho que traga uma justa divisão de risco, aliada a questões de segurança e previsibilidade a quem empresta e incentivos corretos para quem toma emprestado.

Há que se ressaltar ainda que, vingando o projeto da nova lei conforme atualmente estrutu-

rado, o resultado final se mostra ainda com algumas características de tendência pró-devedor, com aspectos que se assemelham à legislação francesa. Contudo, avançou-se no sentido de um balanceamento mais justo entre devedores e credores, com a introdução de estruturas emprestadas das leis americana e inglesa, de orientação claramente pró-credor. Isso gera, no cômputo final, um novo sistema brasileiro de resolução de insolvências mais eficaz do ponto de vista de incentivos e mais eficiente. O que significa, finalmente, que não somente se verificou a necessidade de reformular o sistema de resolução de insolvência no Brasil mas, principalmente, se percebeu que isso não só é urgente, mas também tem reflexos positivos diretos sobre o funcionamento da economia. Reflexos esses que são claramente relacionados àquele que é atualmente um importante objetivo de política pública no Brasil: a expansão dos volumes de crédito privado.

References

- [1] AGHION, Phillipe *et al.* *The economics of bankruptcy reform.* **Journal of Law, Economics and Organization.** Vol. 8(3), p. 523-46, 1992.
- [2] ARAUJO, Aloísio. As leis de falência: uma abordagem econômica. **Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil.** Brasília, 2002
- [3] ARAUJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências: uma avaliação. **Economia Bancária e Crédito - Avaliação de 4 anos do projeto Juros e Spread Bancário.** Banco Central do Brasil, p. 44-57, 12/2003.
- [4] ALLEN, F. *The market for information and the origin of financial intermediation* **Journal of Financial Intermediation**, vol.1, p. 3-30, 1990
- [5] BECK, Thorsten; LEVINE, Ross. *Legal institutions and financial development.* **NBER Working Paper Series.** WP 10417. 2004.
- [6] BECK, Thorsten; LEVINE, Ross e LOYAZA, Norman. *Finance and the sources of growth.* **Journal of Financial Economics.** Vol. 58, p. 261-300. 2000.
- [7] CHU, Victório. Principais fatores macroeconômicos da inadimplência no Brasil. **Juros e Spread Bancário no Brasil - Avaliação de 2 anos do projeto juros e Spread Bancário.** Banco Central do Brasil, p. 41-45, 2001.
- [8] CHU, Victório. Centrais de informações de crédito e sistema central de risco de crédito. **Economia Bancária e Crédito - Avaliação de 3 anos do projeto Juros e Spread Bancário,** Banco Central do Brasil, p. 37-43, 2002.
- [9] CLASSENS, Stijn; KLAPPER, Leora. *Bankruptcy around the world: explanation of its relative use.* **World Bank Policy Research Working Paper.** World Bank, WP no. 2865, 2002.
- [10] DEMIRGUÇ-KUNT, Asli e LEVINE, Ross. *Financial structure and economic growth: a cross-country comparison of banks, markets and development.* **MIT Press.** 2001.
- [11] GALINDO, Arturo. *Credit rights and the credit market: where do we stand?* **Inter-American Development Bank Working Paper Series.** No. 448. 2001.

- [12] GARCIA, Gillian. Deposit insurance: a survey of actual and best practices. **IMF Working Paper**. WP/99/54, 1999.
- [13] HART, Oliver. *Different Approaches to Bankruptcy*. **NBER Working Paper Series**, no. 7921, 2000.
- [14] *INSOLVENCY AND RESTRUCTURING 2003*. **Law Business Research**, 2003.
- [15] LAFFONT, Jean-Jaques; MARTIMORT, David. *The theory of incentives - the principal-agent model*. Princeton University Press, 2002.
- [16] LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. (2001) *Creditor protection and bankruptcy law reform*. **Resolution of Financial Distress**. Claessens,S. and Mody, A. (Eds.) World Bank Institute, p. 65-90, 2001.
- [17] LA PORTA, Rafael. *et al. The quality of government*. **Journal of Law, Economic and Organizations**. Vol, 15, p. 222-279. 1999
- [18] ——— *Law and finance*. **Journal of Political Economy**. Vol. 106, p. 1113-1155. 1998
- [19] ——— *Legal determinants of external finance*. **Journal of Finance**. Vol 52, p. 1131-1150. 1197.1997.
- [20] LEVINE, Ross. *Financial development and growth: views and agenda*. **Journal of Economic Literature**. Vol. XXXV, June, p. 688-726, 1997.
- [21] ——— *The legal environment, banks and long-run economic growth*. **Journal of Money, Credit and Banking**. Vol, 30, p. 596-620. 1998.
- [22] LUNDBERG, Eduardo. Reforma da lei de falências. **Economia bancária e crédito - avaliação de 3 anos do projeto juros e spread bancário**. Banco Central do Brasil, p. 49-58, 2002.
- [23] MERRYMAN, John H. *The civil law tradition: an introduction to the legal systems of western europe and latin america*. Stanford, CA: Stanford University Press. 1985.
- [24] PINHEIRO, Armando Castelar. O componente judicial dos *spreads* bancários. **Economia bancária e crédito - avaliação de 4 anos do projeto juros e spread bancário**. Banco Central do Brasil, p. 34-44, 2003.
- [25] ——— *Judiciário, reforma e economia: a visão dos magistrados*. mimeo, 2002.
- [26] PINHEIRO, Armando Castelar e CABRAL, C. *Credit markets in Brazil: the role of the judiciary and other institutions*”, em M. Pagano (Ed), **Defusing Default: Incentives and Institutions**. IDB, 2001.
- [27] *Principles for effective insolvency systems*. **Banco Mundial**. 2001.
- [28] RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. *Financial dependence and growth*. **American Economic Review**. Vol. 88, p. 559-586. 1998.
- [29] STIGLITZ, Joseph. *Bankruptcy laws: some basic economic principles*. **Resolution of Financial Distress**. Claessens,S. and Mody, A. (Eds.). World Bank Institute, p 1-23, 2001.