



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
MESTRADO EM DIREITO

ROBERTO DE OLIVEIRA MEYER NASCIMENTO

**ANÁLISE (MICRO)ECONÔMICA DO TRATAMENTO LEGAL
CONCEDIDO ÀS GARANTIAS REAIS PELA LEGISLAÇÃO
FALIMENTAR E RECUPERACIONAL**

Salvador

2019

ROBERTO DE OLIVEIRA MEYER NASCIMENTO

**ANÁLISE (MICRO)ECONÔMICA DO TRATAMENTO LEGAL
CONCEDIDO ÀS GARANTIAS REAIS PELA LEGISLAÇÃO
FALIMENTAR E RECUPERACIONAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade Federal da Bahia, como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Saulo José Casali Bahia.

Salvador

2019

FICHA CATALOGRÁFICA

N244 Nascimento, Roberto de Oliveira Meyer
Análise (micro)econômica do tratamento legal concedido às garantias reais pela legislação falimentar e recuperacional / por Roberto de Oliveira Meyer Nascimento. – 2019.
111 f.

Orientador: Prof. Dr. Saulo José Casali Bahia.
Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal da Bahia, Faculdade de Direito, Salvador, 2019.

1. Brasil - Lei de falências (2005). Direito econômico. 2. Falência. 3. Empresas – Falência. 4. Sociedades comerciais – Recuperação – Legislação. 5. Garantia (Direito). I. Bahia, Saulo José Casali. II. Universidade Federal da Bahia – Faculdade de Direito. III. Título.

CDD – 346.078

TERMO DE APROVAÇÃO

ROBERTO DE OLIVEIRA MEYER NASCIMENTO

ANÁLISE (MICRO)ECONÔMICA DO TRATAMENTO LEGAL CONCEDIDO ÀS GARANTIAS REAIS PELA LEGISLAÇÃO FALIMENTAR E RECUPERACIONAL HOMOGÊNEOS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade Federal da Bahia, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Direito.

Aprovada em ____ de _____ de 2019.

Banca Examinadora

Orientador: **Prof. Dr. Saulo José Casali Bahia**

Doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Universidade Federal da Bahia

Prof. Dr. João Glicério de Oliveira Filho

Doutor em Direito pela Universidade Federal da Bahia
Universidade Federal da Bahia

Prof. Dr. Gabriel Seijo Leal de Figueiredo

Doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Faculdade Baiana de Direito

AGRADECIMENTOS

Ao professor Saulo Casali, pela orientação e, ainda mais, por ter trazido de maneira definitiva o movimento de Direito e Economia para a Faculdade de Direito da UFBA. Das valiosas discussões conduzidas pelo Professor Saulo derivaram, direta e indiretamente, muitas das ideias aqui apresentadas.

Ao professor João Glicério, por despertar meu interesse pela pesquisa e pelas diversas oportunidades de crescimento pessoal e acadêmico que permanece colocando à disposição centenas de estudantes.

Ao professor Gabriel Seijo, exemplo indiscutível de advogado e de docente, por aceitar em última hora o convite para fazer parte desta empreitada acadêmica.

Aos meus pais, professores modelares, fonte inesgotável de inspiração para a vida acadêmica. A eles devo o afeto e o apoio que jamais deixaram de oferecer.

Aos meus amigos, que, mesmo sem saber, contribuíram para o presente trabalho.

A minha esposa, Suzuca, por tudo.

"A História é um registro 'consequências', das quais a vasta maioria não era pretendida por ninguém".

Schumpeter

NASCIMENTO, Roberto de Oliveira Meyer. Análise (Micro)Econômica do Tratamento Legal Concedido às Garantias Reais pela Legislação Falimentar e Recuperacional. 100 f. il. 2019. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2019.

RESUMO

O presente trabalho busca analisar os impactos das proteções concedidas pela Lei de Recuperação e Falências aos créditos oriundos de contratos com garantia real, através de pressupostos e instrumentos típicos das ciências econômicas. Utiliza-se o método hipotético dedutivo, por meio de revisão bibliográfica, assumindo-se como hipótese a consonância entre os objetivos presumidos da Lei n. 11.101/2005 e o efetivo arranjo de recursos e incentivos promovidos pela referida legislação. O estudo perpassa por uma análise descritiva das garantias reais, tanto do ponto de vista jurídico quanto econômico, de modo a viabilizar a análise econômica proposta. As conclusões alcançadas partem de um conceito material de “empresa” enquanto organização de bens de capital e trabalho, afastando as noções oriundas do senso comum (popular e jurídico). A análise considera os efeitos da proteção aos créditos garantidos sobre os juros e o desenvolvimento econômico, assim como sobre os impactos da prioridade das garantias reais sobre os credores quirografários “não-ajustáveis”.

PALAVRAS-CHAVE: Análise Econômica do Direito. Lei de Recuperação e Falências. Garantias Reais. Eficiência.

NASCIMENTO, Roberto de Oliveira Meyer. (Micro)Economic Analysis of the Legal Provisions on Securities within Bankruptcy and Judicial Reorganization Law. 100 f. il. 2019. Master Dissertation– Faculdade de Direito, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2019.

ABSTRACT

The present paper aims to investigate the impacts of the protections provided, by the Brazilian Corporate Reorganization and Bankruptcy Act, to the credits resulting from contracts with securities, through assumptions and instruments related to Economics. The hypothetico-deductive method is applied through bibliographic review, assuming as hypothesis that the presumed objectives of Law n. 11.101/2005 is in line with the actual arrangement of resources and incentives that results from said legislation. The study is based on a descriptive analysis of the securities, from both a legal and an economic perspective, in order to achieve the economic analysis proposed herein. The conclusions reached arise from a material concept of "firm", driving out of conceptions of common sense (either popular or legal). This analysis considers the effects of protection of secured creditors on interest rates and economic development, as well as on the impacts of the priority of secured lenders on the "non-adjustable" unsecured creditors.

KEYWORDS: Economic Analysis of Law. Brazilian Corporate Reorganization and Bankruptcy Act. Securities. Efficiency.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Art.	Artigo
Bankruptcy Code	Título 11 do US Code
CF	Constituição da República Federativa do Brasil
CPC	Código de Processo Civil
FRCP	Federal Rules of Civil Procedure
Inc.	Inciso
LFRJ	Lei n. 11.101/2005 (Lei de Recuperação e Falências)
Resp.	Recurso especial
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
US Code	United States Code

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	12
2.	DEFININDO A ANÁLISE ECONÔMICA PROPOSTA	15
2.1.	POSNER E O EFICIENTISMO: SOBRE O QUE NÃO É A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO PROPOSTA NESTE TRABALHO	18
2.1.1.	A métrica do eficientismo	20
2.1.2.	Hierarquização de preferências: o problema fundamental do eficientismo	21
2.2.	TRAÇANDO ESCOPOS E CONCEITOS: SOBRE O QUE É ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO PARA FINS DESTES TRABALHOS	24
2.2.1.	O escopo da análise econômica e a Escola Austríaca	25
2.2.2.	Custo e escolha: a escassez como fundamento primordial do Direito 27	
3.	CRITÉRIOS PARA EFICIÊNCIA: A ONDE QUEREMOS CHEGAR?	30
3.1.	PARÂMETROS “GENÉRICOS” PARA A EFICIÊNCIA: PARETO E KALDOR-HICKS.....	31
3.1.1.	Eficiência de Pareto	31
3.1.2.	Eficiência Kaldor-Hicks	33
3.2.	PARÂMETROS GERAIS: A PRESERVAÇÃO DA EMPRESA E A PROTEÇÃO DO CRÉDITO	35
3.2.1.	Preservação, mesmo na falência	36
3.2.1.1.	<i>O conceito de “empresa”</i>	37
3.2.1.2.	<i>A preservação da empresa e sua função social</i>	39
3.2.2.	A proteção ao crédito e a redução dos juros	41
4.	GARANTIAS REAIS: FUNDAMENTOS ECONÔMICOS E REGRAMENTO JURÍDICO	44
4.1.	ANÁLISE ECONÔMICA POSITIVA DAS GARANTIAS REAIS	45
4.1.1.	Garantias, tempo e mercados imperfeitos	45

4.1.2.	Incerteza e risco	47
4.1.3.	Redução do “risco moral”	49
4.1.3.1.	Mitigando a assimetria informacional: a sinalização do bom comportamento	50
4.1.3.2.	Minimizando os custos de agência: as garantias reais e o comportamento dos devedores	52
4.1.3.2.1.	<i>Eficiência em monitoramento</i>	53
4.1.3.2.2.	<i>Poder de influência e controle</i>	55
4.1.3.2.3.	<i>Redução de sobreinvestimentos</i>	56
4.2.	ANÁLISE JURÍDICA DAS GARANTIAS REAIS NO DIREITO BRASILEIRO	58
4.2.1.	Garantias reais em espécie	60
4.2.1.1.	O penhor, a hipoteca e a anticrese.....	60
4.2.1.2.	A alienação fiduciária	63
4.2.2.	Tratamento legal concedido às garantias reais pela LFRJ: regalias para os credores?	64
5.	ANÁLISE ECONÔMICA DO TRATAMENTO LEGAL DADO ÀS GARANTIAS REAIS NA FALÊNCIA	67
5.1.	PROTEÇÃO DAS GARANTIAS REAIS NA FALÊNCIA E TAXA DE JUROS	68
5.2.	IMPACTO DA FALÊNCIA SOBRE A TAXA DE JUROS	68
5.2.1.	Inadimplência e juros	69
5.2.2.	Expectativa de recuperação frente à insolvência e juros	70
5.3.	TAXA DE JUROS, “PELE EM JOGO” E MAXIMIZAÇÃO DE RIQUEZAS.....	71
5.4.	GARANTIAS REAIS E PERDA DE VALOR PELOS CREDITORES QUIROGRAFÁRIOS.....	76
5.4.1.	A subordinação involuntária e a transferência de valor dos credores não-ajustáveis	76
5.4.1.1.	<i>Os credores não-ajustáveis</i>	78
5.4.1.1.1.	Créditos “involuntários”: reparações civis e os débitos fiscais.....	79
5.4.1.1.2.	Credores voluntários de pequenas montas	81

5.4.1.1.3.	Credores voluntários prévios.....	82
5.4.1.2.	<i>A prioridade das garantias na falência e o estímulo para o devedor onerar seus bens</i>	<i>83</i>
5.4.1.3.	<i>Relativização da prioridade das garantias reais</i>	<i>87</i>
5.4.2.	O “dinheiro novo” e o impacto sobre credores quirografários não-ajustáveis	89
5.4.2.1.	<i>Garantias de débitos anteriores e garantias por “dinheiro novo”</i>	<i>90</i>
5.4.2.2.	<i>O dinheiro novo e as chances de insolvência do devedor.....</i>	<i>92</i>
5.4.2.3.	<i>Os incentivos do devedor para onerar seus bens e as chances de quebra em um cenário de crise</i>	<i>94</i>
6.	CONCLUSÕES	97
	REFERÊNCIAS.....	103

1. INTRODUÇÃO

Os créditos derivados de contratos com garantia real recebem hoje, no Brasil, tratamento privilegiado nos processos de falência e recuperação judicial. As regalias legais são constatadas ainda na posição excepcional que tais recebíveis possuem na classificação estabelecida pelo art. 83 da Lei n. 11.101/2005 (Lei de Recuperação e Falências – LFRJ): apenas credores trabalhistas são preferidos em relação a aqueles cujo crédito encontra-se amparado por garantia real.

A classificação elevada não é a única distinção recebida por esses créditos. Seus credores também estão entre os poucos que poderão exigir da massa falida o pagamento de juros vencidos após a decretação da falência caso o ativo apurado não seja suficiente para o pagamento dos credores subordinados, conforme parágrafo único do art. 124 da LFRJ.

Para além desses e outros benefícios falimentares, os credores de empresa em recuperação judicial também possuem uma série de vantagens, a depender da qualidade das garantias que possuem. Exemplos notáveis são os privilégios consubstanciados nos parágrafos do art. 49 da Lei de Falências, dentre os quais se encontra a exclusão do credor proprietário fiduciário de bens móveis – a polêmica “trava bancária” – conforme §3º do mencionado dispositivo.

Década e meia após a promulgação da atual legislação falimentar, essas e outras benesses concedidas aos credores protegidos por garantias são ainda duramente criticadas por diversos autores brasileiros. Em geral, a crítica perpassa pelo argumento de que tais privilégios decorreriam de intensa pressão e interferência do setor bancário na criação da lei.

É neste sentido, a título exemplificativo, a crítica proferida pelo Professor Paulo Roberto Arnoldi. Para o mencionado doutrinador, as novidades da LFRJ em relação aos credores garantidos consistiriam em um privilégio das instituições financeiras decorrente de uma imposição do Fundo Monetário Internacional¹.

¹ ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo. Análise Econômico-Jurídica da Lei de Falências e de Recuperação de Empresas de 2005. *Revista de Direito Privado*, vol. 24, 2005. P. 264.

Censura bem mais severa é realizada por Manoel Justino Bezerra Filho, para quem a LFRJ representaria “o direito a serviço do mercado”² e, em análise ao então projeto de lei, seria uma legislação voltada para a “recuperação do crédito bancário”³. Nas palavras do empresarialista, o tratamento dado às garantias reais demonstraria que a atual legislação falimentar “veio para favorecer o capital financeiro e manter o privilégio fiscal”⁴.

No âmbito da recuperação judicial, as críticas à trava bancária ganham destaque. É compreensível que a exclusão dos credores garantidos por recebíveis seja especialmente hostilizada, na medida em que o colateral sacrificado implica a retirada de uma fonte de liquidez de um credor em crise e, de fato, pode reduzir drasticamente as chances de recuperação do empresário.

É neste sentido que Bernardo Bicalho argumenta que as disposições contidas no art. 49, §3º, da LFRJ, ao permitir a trava bancária e outras proteções dos credores responsáveis pelo financiamento da empresa, torna “completamente ineficaz, por consequência, o plano de recuperação”⁵. Segundo a abordagem “econômico-financeira” de Bicalho, a cessão fiduciária de recebíveis teria se tornado a “vedete” dos bancos⁶.

E a oposição a exclusão do credor proprietário fiduciário de créditos não se restringe à doutrina. Parte significativa dos tribunais brasileiros entende que as salvaguardas concedidas a créditos garantidos por bens, em especial trava bancária, contraria os preceitos de recuperação da empresa constantes na LFRJ.

Em agosto de 2016, a controvérsia sobre o tema intensificou-se substancialmente em julgamento da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo. Na ocasião, o órgão jurisdicional apresentou

² BEZERRA FILHO, Manoel Justino. O Estado, a Empresa e o Mercado: novas tendências de Direito Econômico e Comercial. *Revista de Direito Bancário*, vol. 38, 2008. P. 240.

³ BEZERRA FILHO. Exame crítico do projeto da Lei de Falências. *Revista dos Tribunais*, vol. 822, 2004. P. 225.

⁴ BEZERRA FILHO. *Nova lei de recuperação e falências comentada: lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005*, comentário artigo por artigo. 3ª ed. 2ª tir. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. P. 46-47.

⁵ MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga. *As “travas bancárias” na recuperação judicial: validade, eficácia e limitações*. 100 fls. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2012. P. 76.

⁶ *Ibidem*, p. 52.

entendimento diverso ao da própria Turma Julgadora ao garantir, em sede cautelar, a liberação de recebíveis em favor de empresas em recuperação judicial, por ocasião dos julgamentos dos agravos de instrumento 2077712-76.2016.8.26.0000⁷ e 2081702-75.2016.8.26.0000⁸.

Embora a legislação falimentar não inclua abertamente as instituições financeiras como as únicas entidades favorecidas pelo tratamento dado às garantias reais, é compreensível que os bancos sejam vistos como os beneficiários primários dos privilégios em análise⁹. É indiscutível que as corporações bancárias são as principais fornecedoras de crédito amparado em garantia real no país.

No entanto, o favorecimento dos bancos não é o propósito declarado da LFRJ ou de seus patrocinadores. Conforme mencionado anteriormente, os defensores da LFRJ frequentemente justificam o tratamento concedido aos credores amparados por garantias reais e travas bancárias, alegando que a prioridade no pagamento desses agentes reduziria os juros praticados pelas instituições financeiras.

⁷ SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Agravo de instrumento n. 2077712-76.2016.8.26.0000. Agravante: Itaú Unibanco S/A. Agravado: Praiana Distribuidora de Bebidas LTDA e outros. Relator: Des. Carlos Alberto Garbi. São Paulo, 24 ago. 2018.

⁸ Idem. Agravo de instrumento n. 2077712-76.2016.8.26.0000. Agravante: Banco Safra S/A. Agravado: Cevaso Agrocomercial LTDA e outros. Relator: Des. Carlos Alberto Garbi. São Paulo, 17 out. 2012. Tribunais de outros estados seguem o mesmo caminho, a exemplo de: ESPÍRITO SANTO. Tribunal de Justiça. Apelação Cível n. 030.070.097.032. Apelante: Banco ABC Brasil S/A. Apelado: Indústria de Móveis Movelar LTDA. Relatora: Des.^a Substituta Ekisabeth Lordes. Itória, 14 jan. 2011. Em outras situações, a trava bancária é relativizada não para a liberação parcial dos valores, mas para a possibilidade de substituição da garantia, nos termos do art. 49, §5º, da LFRJ, como em RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Agravo de Instrumento n. 0048732-27.2011.8.19.0000. Agravante: Itaú Unibanco S/A. Agravado: Expresso Cruzeiro do Sul em Recuperação Judicial. Relator: Des. André Andrade. Rio de Janeiro, 15 fev. 2016.

⁹ Não para menos, todas os acórdãos colhidos ao longo da presente pesquisa, inclusive a totalidade daqueles aqui mencionados, tinham instituições financeiras como a parte interessada na proteção das garantias.

2. DEFININDO A ANÁLISE ECONÔMICA PROPOSTA

Mesmo entre documentos normativos primitivos, é possível verificar a preocupação dos ordenamentos jurídicos primordiais com a distribuição de recursos escassos. Índícios da relação entre a Economia e o Direito podem ser verificados já em um contexto histórico em que a noção de ciência estava distante e a sistematização do conhecimento existia apenas em um nível elementar.

Os livros sagrados da antiga Israel – documentos normativos sob qualquer análise – surpreendiam pela clareza com que os hebreus compreendiam os problemas econômicos enfrentados pelo Estado dois milênios antes de Cristo. Em paralelo, no mesmo período assírios e babilônios desenvolviam regulações relativas à circulação de moeda e à distribuição crédito¹⁰.

Aristóteles, o grego, também não deixou de atentar para a relação entre a o Direito e a distribuição de recursos escassos. Contrariando seu tutor, Platão, defendia considerava que a propriedade privada constituía instituição fundamental para a vida em comunidade, opondo-se a qualquer regulação sobre ela¹¹.

Com graus variados de sucesso, a Economia era também aplicada ao Direito no Oriente, vários séculos antes do nascimento de Jesus Cristo. O árabe Abu Hamid al-Ghazali escreveu sobre diversos temas relacionados à economicidade de políticas estatais, dedicando seus estudos a questões como gastos públicos e emissão de moeda¹². No Império chinês, o chanceler Guan Zhong sugeriu que o Estado adquirisse bens para evitar uma deflação generalizada¹³.

De volta ao Ocidente, entre os escolásticos, São Tomás de Aquino avançou sobre temas como a formação dos preços e as consequências da cobrança de juros, ao traçar os limites do Direito Natural. Com feito, concepção aquiniana de *quantitas*

¹⁰ SCHUMPETER, Joseph A. *History of Economic Analysis*. s.l.: Taylor & Francis e-Library, 2006. P. 49.

¹¹ LANDRETH, Harry; COLANDER, David C. *History of Economic Thought*. 4 ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 2002. P. 33.

¹² *Ibid.*, p. 34.

¹³ LANDRETH, Harry; COLANDER, David C. *Op. cit.*, p. 30.

valoris corresponde a uma percepção – ainda que rústica – da precificação competitiva¹⁴.

Concebido o pensamento econômico clássico, a relação entre Economia e o Direito tornou-se definitivamente mais clara. A própria fundação da Economia decorre da percepção de Adam Smith sobre o Direito – Smith frequentemente discutia normas públicas partir de pressupostos econômicos¹⁵⁻¹⁶.

Hoje, a análise econômica do Direito (ou simplesmente “Direito e Economia”) é compreendida como uma disciplina própria¹⁷, que conjuga elementos das ciências econômicas e jurídicas. Neste sentido, pode dedicar-se tanto a explicar institutos jurídicos a partir da Economia quanto a analisar a eficiência de normas jurídicas a partir de métodos e pressupostos econômicos.

Esta noção moderna da análise econômica delineável enquanto disciplina é concebida no fim do século XIX no que Mackaay considera a “primeira onda” da Direito e Economia¹⁸ e é pela primeira vez aplicada por Víctor Mataja para a análise eficiência econômica da responsabilização civil (*law of torts*)¹⁹ – finalmente uma clara análise de normas e políticas públicas a partir de premissas e métodos até então dedicados à produção e distribuição de recursos.

Na medida em que, em um primeiro momento, a obra de Mataja não encontrou ampla difusão em língua inglesa, Richard Posner considera que é Oliver W. Holmes Jr. o fundador do movimento de Direito e Economia. Contudo, embora obras de Holmes relacionando a Economia e o Direito sejam de fato anteriores, o trabalho de

¹⁴ SCHUMPETER, Joseph. Op. cit., p. 89.

¹⁵ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia. *Cadernos Direito GV*, v. 5, n. 2, mar. 2008. P. 10.

¹⁶ Contemporâneo de Adam Smith, Hume se antecipou ao fundador da Economia, ao definir o Direito como uma série de convenções que permitiam o convívio social em um mundo de incerteza e escassez. MACKAAY, Ejan. History of Law and Economics. In: Bouckaert, Boudewijn; DE GEST, Gerrit (eds.). *Encyclopedia of Law and Economics*, v. 1, p. 65-117. Cheltenham: Edward Elgar, 2000. P. 68.

¹⁷ Ibid., p. 5.

¹⁸ MACKAAY, Ejan. Op. cit., p. 69.

¹⁹ GELTER, Martin; GRECHENIG, K. History of Law and Economics. *MPI Collective Goods Preprint*, n. 5, p. 1-10, abr. 2014. P. 2.

Mataja acerca da eficiência da lei de *torts* é muito mais clara na adoção de ferramentas da Economia, na estrutura hoje típica da análise econômica do Direito²⁰.

Holmes tem, por outro lado, o indiscutível mérito de trazer ainda que de maneira incipiente as ferramentas da Economia para a tradição consuetudinária do Direito americano – onde a análise econômica encontrou amplo espaço para desenvolvimento. Ainda na década de 1940, a Escola de Chicago promovia a inserção de economistas nos cursos jurídicos, com destaque para debates acerca da legislação antitruste promovidos por Aaron Director²¹.

O trabalho de Director insere-se já no que seria considerada a “segunda onda” do movimento de Direito e Economia. Os marcos definitivos desta fase da análise econômica do Direito, contudo, são muito provavelmente os emblemáticos – e, ainda hoje, extremamente influentes – *The Problem of Social Cost*, de Ronald Coase, e *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, de Guido Calabresi²², ambos publicados em 1961.

Gary Becker também contribuiu significativamente para o movimento, ao analisar políticas públicas que não se relacionavam diretamente com o mercado ou com finanças em suas aulas de Economia²³. A análise econômica do Direito, então adstrita a questões que envolviam a distribuição e os limites de direitos de propriedade, passou a incluir uma gama variada de assuntos.

E foi esta ampliação do escopo do movimento de Direito e Economia que permitiu nos anos 1970 a entrada definitiva da disciplina nas escolas de Direito dos Estados Unidos. Esta terceira onda da análise econômica do Direito foi liderada por Richard Posner, através de sua obra *Economic Analysis of Law*. O livro, dedicado essencialmente à Economia, mas escrito por um jurista focado em questões de interesse de juristas, permitiu que as ciências econômicas finalmente adentrassem a academia jurídica²⁴.

²⁰ ENGLARD, Izhak. Victor Mataja's Liability For Damages From An Economic Viewpoint: A Centennial To An Ignored Economic Analysis Of Tort. *International Review Of Law And Economics*, V. 10, N. 2, P. 173-191, Set. 1990. P. 174.

²¹ GELTER, Martin; GRECHENIG, K. Op. cit., p. 3.

²² POSNER, Richard A. Values and Consequences: An Introduction to Economic Analysis of Law. *John M. Olin Law & Economics Working Paper*, Chicago, v. 2., n. 53, p. 1-13, 2000. P. 2.

²³ MACKAAY, Ejan. Op. cit., p. 73.

²⁴ MACKAAY, Ejan. Op. cit., p. 76.

Difícilmente algum outro autor contribuiu com a mesma intensidade para a delimitação da análise econômica do Direito enquanto disciplina autônoma, para a criação de uma doutrina em Direito e Economia ou para a difusão da disciplina nos Estados Unidos e no mundo. Nenhum outro autor tem uma associação tão clara com o movimento quanto Richard Posner.

Dito isto, vale dizer que muito do trabalho de Posner será enfrentado nas próximas páginas, como meio de delinear com clareza as opções metodológicas. Este enfrentamento, esclareça-se, não resulta de uma idiosincrasia ideológica: são direcionados ao eficientismo posneriano algumas das principais críticas à análise econômica do Direito encontradas na literatura pertinente.

2.1. POSNER E O EFICIENTISMO: SOBRE O QUE NÃO É A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO PROPOSTA NESTE TRABALHO

Bruno Salama classifica o papel da eficiência na obra de Richard Posner em três fases: “ascensão”, “apogeu” e “queda”²⁵. A ascensão da eficiência, em Posner, corresponde à descrição do direito em bases microeconômicas, em uma análise “microeficientista” do Direito, que explica a construção histórica de determinados institutos a partir de uma busca pela eficiência.

Esta fase, considerada um “sucesso” por Salama, tem efetivamente como resultado uma releitura de passagens históricas que abrangem de civilizações primitivas e antigas aos Estados Unidos da contemporaneidade. Em *A Economia da Justiça*, Posner apresenta a ordem social homérica por um novo prisma, estipula um modelo para a formação das sociedades primitiva e explica o papel da retribuição no Direito Penal americano²⁶.

É no apogeu da pertinência da eficiência sobre a obra de Richard Posner que se verifica o que Salama chama de “eficientismo” – e também de “fracasso” – posneriano.

²⁵ SALAMA, BRUNO Meyerhof. *Estudos em direito & economia: micro, macro e desenvolvimento*. Livro eletrônico. 1. ed. Curitiba: Editora Virtual Gratuita, EVG: 2017. P. 61-63.

²⁶ POSNER, Richard A. *A Economia da Justiça*. Tradução de Evandro Ferreira e Silva. 1. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2010.

No final dos anos 1970, Posner propôs que a eficiência deveria ser elemento central para a formulação e aplicação do Direito²⁷.

Durante sua fase efficientista, Posner concebia a eficiência como elemento central da análise econômica do Direito não apenas descritiva, mas também normativa. A eficiência – percebida pelo autor como as decisões que maximizam riquezas – não apenas explicaria as instituições de *common law*, como também deveria constituir a pedra-de-toque do Direito²⁸.

Através da eficiência, Posner pretendia montar um sistema ético em que a justiça fosse estabelecida a partir de uma amálgama entre as éticas utilitarista e kantiana. O autor entendia que uma moral guiada pela maximização de riquezas “valoriza a utilidade (embora não tanto quanto o faz o utilitarismo) assim como o consentimento, embora talvez menos que o próprio Kant teria valorizado”²⁹.

Richard Posner une-se, assim, a autores como Rawls³⁰, Nozick³¹ e Buchanan³², que buscaram erigir uma teoria da justiça (ou teoria moral, nas palavras de Posner³³) ao longo do século XX³⁴. Nesta empreitada, defende que o parâmetro para definir se determinadas condutas são “justas, boas ou desejáveis é a maximização de riqueza da sociedade”³⁵.

Em síntese, Posner sustenta que as instituições jurídicas e políticas públicas devem ser analisadas frente ao quanto contribuem para maximizar riquezas. Normas e interpretações que possuem como consequência a ampliação das riquezas sociais são justas, em contraponto à injustiça das normas ineficazes neste tocante. A

²⁷ SALAMA, BRUNO Meyerhof. *Estudos...*, op.cit., p. 62.

²⁸ GELTER, Martin; GRECHENIG, K.. Op. cit., p. 4.

²⁹ POSNER, Richard A. *A Economia...*, op. cit., p.118.

³⁰ RAWLS, John. *Uma Teoria da Justiça*. São Paulo: Martins Fontes, 2000.

³¹ NOZICK, Robert. *Anarchy, State and Utopia*. New York: Basic Books, 1974.

³² BUCHANAN, James M. *The Limits of Liberty: Between Anarchy and Leviatan*. Chicago: Chicago University Press, 1975.

³³ POSNER, Richard A. *A Economia...*, op. cit., p. 115.

³⁴ E Posner alcança, ao nosso ver, parcial sucesso ao incorporar ao seu sistema ético o que considera as três forças motrizes da tradição *common law*, estabelecendo o caráter axiomático do direito de propriedade (em grande parte a partir de uma análise ainda descritiva), do qual decorreriam os pilares do direito civil: os direitos de exclusividades decorrentes da propriedade, o intercâmbio de propriedade a partir dos contratos e a responsabilização civil, dedicada a tutelar os direitos de propriedade. Em: Posner, Richard A. *Economic Analysis of Law*. New York: Little Brown and Co., 1973.

³⁵ Idem, op.cit., loc.cit..

eficiência é para Richard Posner, portanto, um elemento fundacional da justiça³⁶ – uma bússola moral.

2.1.1. A métrica do eficientismo

É importante esclarecer que a “maximização de riquezas” que Richard Posner associa indistintamente à noção de eficiência não se confunde com a simples ampliação de recursos materiais. É dizer, por exemplo, que uma ação que amplie o PIB de um país até o máximo permitido pelos recursos disponíveis não é necessariamente eficiente – ainda que nenhuma outra medida seja capaz de ampliar recursos materiais disponíveis na mesma proporção.

A riqueza que um bem qualquer representa estaria associada, na concepção de Posner, ao valor que os agentes envolvidos estariam dispostos a pagar pelo referido bem. A maximização de riquezas se daria, portanto, quando a “disposição de pagar” de um agente aumentasse em relação a determinado bem ou situação.

Consideremos a compra e venda de selos entre A e B, reproduzindo exemplos de Posner³⁷, em que A está disposto a pagar até R\$ 1.000,00 pela coleção de B, para quem a coleção vale R\$ 900,00. Caso a transação se concretize, A manterá sua posição, com uma utilidade equivalente a R\$ 1.000,00 – não mais líquidos, mas na forma de selos. Por outro lado, B terá maximizado a própria posição, passando de uma utilidade equivalente a R\$ 900,00 para R\$ 1.000,00.

A quantidade de riquezas circulando não se ampliou. A produção interna da sociedade em que A e B estão inseridos não sofreu alterações. E, no entanto, houve um ganho de utilidade proporcional a R\$ 100,0 na relação entre A e B e, portanto, uma maximização das riquezas sociais. Impedir a transação entre A e B seria, por consequência, ineficiente e antiética.

A conclusão de Posner, ao nosso ver, é correta até este ponto. Em trocas consensuais há, no mínimo, a preservação de riquezas para os envolvidos – afinal, se

³⁶ SALAMA, Bruno Meyerhof. *Estudos...*, op cit., p. 72.

³⁷ POSNER, Richard A. *Problemas da Filosofia do Direito*. São Paulo: Martins Fontes, 2007. P. 477-478.

uma das partes se imaginar mais pobre após a troca, não irá prosseguir com a negociação.

Em realidade, ao nosso ver é possível ir ainda mais longe: conforme se mencionará mais à frente, e estabelecer que toda troca consensual envolve uma maximização de riquezas, na medida em que indivíduos agem sempre buscando sair de uma posição que julga inferior para uma que considera superior. Não é, portanto, na defesa ética das transações consensuais que reside o defeito da doutrina de Posner, mas na substituição da preferência de pessoas cujos interesses e o consentimento não podem ser verificados ou logicamente presumidos.

2.1.2. Hierarquização de preferências: o problema fundamental do efficientismo

A teoria ética posneriana foi amplamente criticada em diversos pontos, extensa e devidamente catalogados por Bruno Salama³⁸. Os argumentos que combatiam a tese de Richard Posner podem ser sintetizados ao nosso ver em: (i) a tese de Posner é, em última instância, utilitarista - recebendo, portanto, as mesmas críticas que se pode dedicar ao utilitarismo; (ii) não é possível precificar as preferências implícitas, na medida em que economistas não são capazes de determinar preços de maneira definitiva mesmo em mercados explícitos; e (iii) conforme pontuou Dworkin – um dos maiores antagonistas intelectuais do efficientismo, o Direito se funda em valores e a riqueza não é um valor para que possa ser perseguido pelo Direito.

Em relação à crítica contida em (i), Richard Posner já havia dedicado grande parte de “A Economia da Justiça” para distinguir a sua teoria moral do utilitarismo³⁹ e Bruno Salama parece entender que o jurista americano havia obtido sucesso em estabelecer a distinção⁴⁰. Ao nosso ver, contudo, as três críticas estão relacionadas, decorrendo (ii) e (iii) justamente do fato de que a teoria da Justiça de Posner é, em realidade, utilitarista.

³⁸ SALAMA, Bruno Meyerhof. *Estudos...*, op cit., p. 93-96.

³⁹ POSNER, Richard A. *A Economia...*, op. cit..

⁴⁰ SALAMA, Bruno Meyerhof. *Estudos...*, op cit., p. 75-81.

A riqueza não é de fato um valor. Riqueza é um meio – ou condição – buscado para a satisfação de outros interesses e a satisfação de interesses é justamente ao que corresponde a noção de “felicidade” dentro de uma perspectiva utilitarista. A “disposição de pagar” adotada por Posner como critério ético parece em nada se dissociar da utilidade atribuída pelo sujeito à coisa. Dworkin estava correto, portanto, ao apontar a crítica contida em (iii), conforme o próprio Posner viria a admitir expressamente mais tarde⁴¹.

Assumindo a “disposição de pagar” como uma expressão da utilidade atribuída pelo sujeito à coisa, é possível concordar com Posner quando este defende que transações voluntárias geram riqueza *a priori*. Afinal, as partes envolvidas não iriam transacionar caso uma das duas atribuísse à própria mercadoria um valor superior ao que receberão com a troca. Do ponto de vista descritivo, esta conclusão de Richard Posner nos parece irretocável. Mais do que isso, é capaz de efetivamente gerar uma norma moral: transações entre particulares, quando não geram externalidades, não devem ser obstadas.

Em outros cenários, contudo, quando a “disposição de pagar” deve ser atribuída por um terceiro, o eficientismo perde plausibilidade em decorrência do ponto (ii) acima. E não apenas porque é impossível estabelecer tecnicamente os preços em um mercado tácito, mas porque é impossível estabelecer de maneira definitiva a utilidade – que em última instância define “disposição de pagar” – e, portanto, o valor de um bem qualquer para um terceiro. Valor é subjetivo e contextual.

O problema fundamental da teoria ética posneriana parece-nos agora evidente: a eficiência de uma ação ou política pública depende de parâmetros subjetivos de utilidade, que não podem ser acessados por um legislador ou juiz. Não é, de fato, possível estabelecer objetivamente a quantidade de riqueza decorrente de uma decisão qualquer, visto que esta quantificação dependeria da aferição da utilidade subjetivamente atribuída por cada indivíduo.

⁴¹ Em um tributo a Dworkin publicado por Posner, este diz que um artigo que Dworkin “escreveu há muitos anos, criticando de maneira enérgica minha posição sobre a maximização da riqueza, apesar de exagerar em seu argumento, foi convincente e me fez alterar alguns dos meus pontos de vista, o que eu evidentemente fiz com má vontade e com certo atraso”. A confissão foi realizada em: POSNER, Richard A. Tribute to Ronald Dworkin. *New York University Annual Survey of American Law*, v. 9, n. 63, 2007. Posner referia-se a: DWORKIN, Ronald. Is Wealth a Value? *Journal of Legal Studies*, v.9, 1980. P. 191-226.

Dito de outro modo, não é possível para o legislador (ou para o julgador) estimar quanto de riqueza determinada ação gera, na medida em que não é possível determinar o valor atribuído aos custos e resultados da ação para os demais agentes. Este é, em realidade, um problema recorrente dentro da ortodoxia neoclássica (à qual adere Richard Posner), que compreende o caráter subjetivo do valor, mas o dissocia sem justificativa plausível dos custos, de maneira a permitir a hierarquização de preferências.

Esta contradição é apontada em relação aos ortodoxos por Buchanan, que lamenta a falta de atenção dada a austríacos como Mises e Hayek, em suas denúncias acerca do fato de que custos não podem ser objetivamente determinados⁴². Por consequência lógica, sendo impossível analisar de maneira definitiva os custos de determinada ação, a determinação de sua eficiência é impraticável. Neste sentido Gerald O'Driscoll, questiona:

But what of the high-transaction-cost case, in which it is too costly to develop an explicit market? Can courts "mimic" actual markets with "hypothetical" markets? Posner observes that "the purist would insist that the relevant values are unknowable since they have not been revealed in an actual market transaction," but he assumes that "(in many cases anyway) a court can make a reasonably accurate guess as to the allocation of resources that would maximize wealth." No mere point of analytical detail is involved here. Though to my knowledge no one else has previously noted it, Posner is actually grappling with the socialist calculation problem⁴³.

Por decorrência, emerge o problema fundamental da Ética eficientista é análogo àquele enfrentado pelo utilitarismo. Enquanto este último esbarra nas dificuldades prática de se definir e mensurar a felicidade, a teoria de Justiça posneriana é incapaz de oferecer uma dimensão objetiva para o valor que determina a “disposição de pagar”.

Esclareça-se que esta posição não implica retirar da maximização de riquezas qualquer propósito jurídico. Ao contrário: enquanto não serve para descrever o agir

⁴² BUCHANAN, James M. Cost and Choice: Na Inquiry in Economic Theory. In: _____. *The collected Works of James Buchanan*, v. 6. Indianapolis:Liberty Fund, 1999. P. 23-24.

⁴³ O'DRISCOLL, Gerald. Justice, Efficiency, and the Economic Analysis of Law: A Comment on Fried. *Journal of Legal Studies*, v. 9, 1980. P. 359.

moral, a noção de eficiência posneriana é uma ferramenta fundamental para estabelecer as consequências de uma decisão – algo que hoje deve ser considerado por autoridades administrativas e judiciais no Brasil⁴⁴.

Ao se curvar aos críticos, Posner terminou transformando seu efficientismo em um pragmatismo peculiar, dando à análise econômica do Direito a face que possui hoje, ao menos nos Estados Unidos⁴⁵. O movimento de Direito e Economia não persegue a estipulação de valores, mas apuração da eficiência de uma norma face aos valores estabelecidos.

2.2. TRAÇANDO ESCOPOS E CONCEITOS: SOBRE O QUE É ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO PARA FINS DESTE TRABALHO

O termo “análise econômica do Direito” dá uma sugestão clara sobre seu próprio escopo. Trata-se, conforme é possível intuir, da utilização do instrumental analítico das ciências econômicas para descrever e explicar as normas jurídicas, ou ainda buscar verificar suas consequências práticas⁴⁶. Não busca mais a disciplina, como pretendia Posner inicialmente, definir o Direito, mas descrever a norma posta ou, na medida do possível, determinar em que medida esta é eficiente.

Da definição acima, podem ser extraídos os dois escopos fundamentais da análise econômica do Direito: o positivo e o normativo⁴⁷. Esta dicotomia classificatória, conquanto não encontre consenso dentre os estudiosos de Direito e Economia⁴⁸, é amplamente aceita e adequada dentro do propósito de introdução aqui pretendido.

⁴⁴ Conforme art. 20 da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro: “Nas esferas administrativa, controladora e judicial, não se decidirá com base em valores jurídicos abstratos sem que sejam consideradas as consequências práticas da decisão. Parágrafo único. A motivação demonstrará a necessidade e a adequação da medida imposta ou da invalidação de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa, inclusive em face das possíveis alternativas”.

⁴⁵ GICO JR., Ivo T. Metodologia e Epistemologia da Análise Econômica do Direito. *Economic Analysis of Law Review*, v. 1, n. 1, p. 7-33, jan./jun. 2010. P. 21.

⁴⁶ GICO JR., Ivo T. Op. cit., p. 8.

⁴⁷ POSNER, Richard A. *Values...*, op. cit., p. 2.

⁴⁸ PARESI, Francesco. Positive, Normative and Functional Schools in Law and Economics. *European Journal of Law and Economics*, v. 18, p. 259-272, Kluwer Academic Publishers, 2004. P. 265.

Também tratado como “descritivo”⁴⁹, o escopo positivo da análise econômica do Direito refere-se, de fato, ao emprego de pressupostos da Economia para descrever e explicar o funcionamento ou a origem de determinada norma. Posner se utiliza amplamente desta dimensão da Direito e Economia para redescobrir diversos institutos típicos do Direito Consuetudinário como resultante da busca constante por uma alocação eficiente de recursos⁵⁰.

O escopo descritivo (ou positivo) da análise econômica do Direito limita-se, portanto, a contextualizar a norma no campo do ser. Busca-se, a partir desta abordagem, identificar elementos da norma posta fenômeno social – sem uma análise quanto à deontologia ou às consequências do Direito. A análise descritiva permite-nos fazer ponderações quanto à veracidade de proposições factuais acerca da norma, sem propor uma avaliação axiológica quanto ao seu enunciado⁵¹.

Dito de outro modo, a dimensão descritiva não possui a pretensão de determinar em que medida uma norma é pertinente em relação aos fins que justificaram sua positivação. Não corresponde, por conseguinte, ao propósito imediato deste trabalho que, na medida em que busca avaliar a eficiência do tratamento legal dados às garantias reais pela legislação falimentar e recuperacional, possui um escopo considerado “normativo”.

2.2.1. O escopo da análise econômica e a Escola Austríaca

A análise econômica normativa presume a existência de valores definidos quanto da implementação da norma, buscando identificar se as consequências de seus enunciados são consistentes com esses valores⁵². É este, afinal, o propósito do presente estudar: apurar a adequação de determinados dispositivos legais em relação aos seus próprios objetivos presumidos. Obviamente, análises descritivas serão

⁴⁹ SALAMA, Bruno Meyerhof. *O que é pesquisa...* Op. Cit., p. 9.

⁵⁰ POSNER, Richard A. The Economic Approach to Law. *Texas Law Review*, v. 53, p. 757-782, 1974-75. P. 760.

⁵¹ GICO JR., Ivo T. Op. cit, p. 19.

⁵² Ibid.

realizadas paralelamente – a análise normativa depende de uma prévia descrição daquilo cuja eficiência deve ser apurada⁵³.

Parece-nos impossível uma apresentação justa da dimensão normativa da análise econômica sem uma remissão à Escola Austríaca. Ainda na primeira metade do século passado, quando o movimento de Direito e Economia ainda era incipiente e o seu escopo normativo estava longe de uma delimitação clara, Henry Hazlitt postulava que a Economia tinha por propósito não a categorização dos efeitos imediatos de uma política pública, mas justamente da apuração “consequências dessa política, não somente para um grupo, mas para todos eles”⁵⁴.

Com efeito, somente com a estipulação das consequências que não são percebidas primariamente é que se pode apurar a eficiência de uma norma. A eficiência é, afinal, uma avaliação da adequação entre meios (no caso, a norma) e fins (os objetivos públicos estipulados). De fato:

O que um observador isento pode questionar é apenas se os meios escolhidos para atingir os objetivos são ou não adequados para produzir os resultados esperados pelo agente. Só nesse sentido, ou seja, só para analisar se os meios são compatíveis com os objetivos, é que a economia pode emitir uma opinião quanto às ações de indivíduos ou grupos de indivíduos, ou quanto às políticas dos partidos, dos grupos de pressão e dos governos⁵⁵.

Verificar em que medida os benefícios concedidos pela legislação falimentar e recuperacional são capazes de alcançar os fins idealmente pretendidos é justamente o propósito do estudo aqui realizado. O escopo da análise econômica que este trabalho desenvolve fica, portanto, definido: apurar, por meio de instrumentos e pressupostos típicos das ciências econômicas a eficiência das referidas normas. Uma avaliação qualitativa da proteção atribuída a titulares de créditos protegidos por garantias reais em decorrência de seus prováveis resultados e não das intenções do legislador.

⁵³ POSNER, Richard A. *The Economic...*, op. cit., p. 768.

⁵⁴ HAZLITT, Henry. *Economia Numa Única Lição*. 4. ed. Tradução de Leônidas Gontijo de Carvalho. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010. P. 24.

⁵⁵ MISES, Ludwig von. *Ação Humana – um Tratado de Economia*. 3.1 ed. Tradução de Donald Stewart Jr. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010. P. 743.

2.2.2. Custo e escolha: a escassez como fundamento primordial do Direito

Apresentado o escopo da análise aqui proposta, faz-se necessário apresentar conceitos e pressupostos fundamentais para o desenvolvimento do presente trabalho. Neste sentido, é improvável que qualquer noção seja mais cara para o Direito e Economia do que a escassez.

A escassez descreve a relação entre recursos limitados e a infinidade de desejos que os indivíduos podem vir a possuir⁵⁶. Dito de outro modo, a escassez refere-se ao fato de que os recursos nunca estão inteiramente à disposição para satisfazer todos os interesses de toda a população humana. O conceito não se relaciona em seu sentido técnico, portanto, com a condição econômica do agente: mesmo as pessoas com maior acesso a recursos materiais precisam lidar com a escassez⁵⁷.

A escassez é subjetiva e contextual⁵⁸: em determinados momentos e cenários, todo e qualquer recurso pode vir a ser escasso. Ainda que um bem exista em uma quantidade tal que cause a percepção geral de abundância, para alguns indivíduos, em certas ocasiões, ele será necessariamente escasso⁵⁹.

A título de exemplo, uma maçã talvez não seja um recurso escasso para uma pessoa que não esteja sentindo fome – afinal, não há nesse caso um interesse que se contraponha à disponibilidade do recurso. Por outro lado, para o indivíduo faminto, a maçã é necessariamente um bem escasso: mesmo que esteja existam maçãs disponíveis, seu consumo implica um gasto de energia e tempo.

O próprio corpo humano pode ser, a rigor, um recurso escasso, na medida em que não está à disposição de todos para a satisfação de todos os interesses⁶⁰. Não é possível correr e permanecer deitado ao mesmo tempo – o indivíduo que tenha interesse em ambas as ações, deverá realizar uma escolha e abdicar de uma dessas possibilidades, na medida em que possui apenas um corpo à sua disposição.

⁵⁶ GICO JR., Ivo T. Op. cit., p. 22.

⁵⁷ r P. 6.

⁵⁸ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. 2. ed. Tradução de: Rachel Sztajn. São Paulo: Atlas, 2015. P. 28.

⁵⁹ HOPPE, Hans-Hermann. *Uma Teoria do Socialismo e do Capitalismo*. 2 ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2013. P. 22.

⁶⁰ Ibidem.

Percebe-se que da escassez surge, como imposição lógica, a escolha. Toda e qualquer ação implica um *trade-off*, isto é, em alguma espécie de sacrifício ou abducação em favor da conduta que se pretende adotar. Mesmo que determinada escolha não impusesse o consumo de tempo e energia em algum grau, ao indivíduo caberia abdicar ao menos de possibilidades quando faz sua opção. Escolher determinado curso de ação implica, naquele momento, desistir de alguns outros.

E tudo aquilo que o tomador da decisão sacrifica ou abdica quando toma decisão – incluindo a oportunidade de agir de maneira distinta – constituem custos⁶¹. Os custos são, como se percebe, uma consequência natural da escassez que, por consequência, constitui o problema essencial da Economia. Não fosse a escassez, não existiria a necessidade de controlar custos e, desse modo, estabelecer de modo calculado a produção e alocação de recursos⁶².

Assim como seria impensável uma ciência econômica sem escassez (isto é, em um cenário em que recursos estão perfeitamente alocados em relação aos interesses de todos os agentes), igualmente prescindível seria o Direito caso não existissem recursos escassos. Afinal, os conflitos e condutas que exigem de regulação resultam em algum grau do fato de existirem indivíduos com interesses que não podem ser satisfeitos com os recursos disponíveis.

Do mesmo modo, seria impensável a aplicação de qualquer sanção caso a escassez não fosse uma condição dos recursos que nos cercam. De fato, toda e qualquer penalidade concebível implica a privação, pelo penalizado, de determinados recursos – seja através da imposição de custos financeiros, como em multas, seja pela imposição de custos intangíveis, como tempo ou oportunidades – como em uma pena que prive o indivíduo de liberdade locomotora ou de algum outro modo o impeça de dispor sobre o próprio corpo.

Não fossem os recursos escassos, não faria sentido para um agente disputar bens em uma falência ou negociar seu crédito em uma recuperação judicial. Em realidade, a própria noção de crédito seria impensável – por que um sujeito qualquer compraria ou pegaria em empréstimo um bem que abunda? A concepção de oferecer

⁶¹ Para utilizar a definição oferecida em: BUCHANAN, James M. *Cost...*, op cit., p. 41.

⁶² GICO JR., Ivo T. Loc. cit..

um bem em garantia seria, parece-nos, esdrúxula. Em suma, não fosse a escassez, não existira a Economia, o Direito ou o presente trabalho.

3. CRITÉRIOS PARA EFICIÊNCIA: AONDE QUEREMOS CHEGAR?

Conforme estabelecido no capítulo anterior, a análise econômica do Direito corresponde, no presente estudo, a uma avaliação qualitativa da adequação dos meios empregados para determinada ação. Assim, a análise aqui pretendida contrapõe a norma investigada a uma série de intenções e valores pré-definidos que o Estado pretende ver concretizados.

Em concreto, por consequência, este trabalho tem por intuito investigar em que medida o tratamento legal dado aos titulares de créditos decorrentes de contratos com garantia real é meio adequado para alcançar os fins pretendidos pela autoridade estatal. Desta premissa decorre, contudo, um problema fundamental: o Estado, abstrato como é, não é detentor de uma vontade própria e consolidada⁶³, de modo que dele não é possível depreender uma pretensão definitiva.

Na medida em que possui, o desiderato ideal de satisfazer interesse públicos, a vontade do Estado não pode expressa de maneira homogênea – corresponde, em tese, a desejos de uma coletividade heterogênea e plural. Parece-nos possível, no entanto, estabelecer critérios para a aferição da eficiência das opções legislativas sem que se recorra ao arbítrio da intuição.

É possível, por um lado, adotar parâmetros genéricos de eficiência. Nesse sentido, eleger-se-ia critérios de eficiência consagrados nas ciências econômicas: as “eficiências” de Pareto ou de Kaldor-Hicks, ambas amplamente referenciadas – a última, inclusive, adotada por Richard Posner. Ambos os critérios serão abordados no tópico seguinte.

Outro caminho plausível seria a identificação, na legislação falimentar e recuperacional, de um propósito. Uma missão aparentemente simples, na medida em que o art. 47 da Lei n.11.101/2005 expressamente elege como um de seus objetivos a promoção da preservação da empresa e de sua função social bem como o estímulo à atividade econômica. Neste tocante, a segunda parte do presente capítulo dedicar-se-á à análise desses objetivos.

⁶³ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. Op. cit., p. 41.

3.1. PARÂMETROS “GENÉRICOS” PARA A EFICIÊNCIA: PARETO E KALDOR-HICKS

Conforme visto anteriormente, Richard Posner tratava as noções de eficiência e maximização de riquezas indistintamente. Esta sinonímia não é inadequada, na medida em que um arranjo somente seria eficiente, na ética posneriana, quando provocasse a maximização de riquezas. De um modo geral, no entanto, o termo “eficiência” será empregado a partir de um conceito um pouco mais abrangente neste trabalho. Fundamental, evidentemente, estabelecer primariamente este conceito.

Na medida em que a satisfação de interesses depende do emprego de recursos escassos, a ação humana tem em si implícita um cálculo econômico: quando agimos, manejamos recursos ao nosso redor para alcançar uma situação *a priori* (e, obviamente, apenas *a priori*) superior à que estávamos anteriormente. Do contrário, simplesmente não agiríamos.

É dizer que toda ação constitui uma “microalocação” de recursos (ainda que apenas tempo, energia ou oportunidades), de modo a alcançar o objetivo que nos levou a agir em primeiro lugar. A adequação entre os consumidos e organizados para alcançar a finalidade da ação e a efetiva satisfação do interesse eleito é que trataremos como eficiência. Corresponde, colocado com maior simplicidade, à adequação entre meios e fins.

Quando tratamos de políticas públicas, em que os critérios de satisfação não decorrem de eleição individual, é preciso estabelecer critério para que se estabeleça que de maneira definitiva que os meios empregados permitiram alcançar a finalidade almejada. Neste sentido, duas percepções para a aferição de eficiência se destacam na literatura das ciências econômicas: as eficiências de Pareto e de Kaldor-Hicks.

3.1.1. Eficiência de Pareto

Vilfredo Pareto foi certamente um dos maiores expoentes da política econômica ao longo do século XX, sendo amplamente tratado como um dos principais

contribuintes para italianos na história. Ao analisar a obra do mencionado autor, Schumpeter é enfático quanto aos avanços – frequentemente revolucionários – promovidos por Pareto em relação economia política⁶⁴.

Apenas a contribuição de Pareto para o desenvolvimento de um critério de eficiência, contudo, que interessa a este trabalho. E, neste tocante, é “Pareto-eficiente” a alocação de recursos que estabelece um cenário “ótimo”, assim descrito pelo próprio Pareto:

We shall say that the member of a community enjoys, in a certain situation, *maximum ophelimity* when it is impossible to move slightly away from these positions so as to benefit, or harm, all the members of the community. That is to say, every small displacement from this position must necessarily have the effect of increasing the ophelimity enjoyed by some individuals and decreasing that enjoyed by other⁶⁵.

Dada uma variedade de alocações de recursos, um arranjo capaz de melhorar a posição de ao menos um agente é considerado uma “melhora”, na perspectiva Pareto, desde que nenhum outro indivíduo tiver sua posição prejudicada em qualquer sentido⁶⁶. Um arranjo é ótimo – e alocação de recursos, portanto, inteiramente eficiente – na medida em que não for possível promover nenhuma melhora paretiana.

Em síntese, a eficiência de Pareto corresponde à impossibilidade de maximizar a posição de um indivíduo sem fazer com que qualquer outro sujeito tenha uma perda de qualquer espécie. Posner o associa, por consequência, à percepção kantiana de que as pessoas não devem ser tratadas como meios e, por consequência, à ideia de autonomia individual⁶⁷.

De fato, a eficiência de Pareto, percebe-se, está genericamente associada ao consenso e à presunção, acima detalhada e adotada, de que a ação voluntária implica em uma melhora na posição dos envolvidos. As relações de mercado, por exemplo, são em regra paretianas. No exemplo da compra e venda de selos mencionado acima,

⁶⁴ SCHUMPETER, Joseph. *Ten great economists. From Marx to Keynes*. London: Routledge, 1997. P. 111.

⁶⁵ PARETO, V. *Manual of political economy*. New York: Augustus Kelly, 1971. P. 33.

⁶⁶ SALAMA, Bruno Meyerhof. *Estudos...*, op.cit., p. 85.

⁶⁷ POSNER, Richard A. *The economics of justice*. 2. ed. Cambridge: Harvard University Press, 1983. P. 89.

ambas as partes saem de uma situação de menor satisfação para uma outra em que determinado interesse é satisfeito – uma melhora de Pareto, portanto.

Existe uma deficiência flagrante em estabelecer, como critério de eficiência, uma otimização paretiana: embora as relações de mercado sejam essencialmente voluntárias, seus efeitos frequentemente extrapolam a esfera dos agentes diretamente envolvidos. Arranjos consensuais frequentemente geram externalidades, que atingem terceiros.

Para ilustrar este problema, exemplo recorrente é o da indústria que emite poluentes. É certo que a relação entre o dono de uma, seus fornecedores e seus consumidores diretos é consensual, mas os resíduos emitidos são capazes de alcançar incontáveis pessoas que, embora alheias à relação mercadológica estabelecida, sofrerão as consequências da poluição. E, em termos práticos, é evidentemente impossível definir todos os indivíduos que serão prejudicados pelos poluentes para obter, destes, consenso para a preservação do arranjo.

Pelo mesmo motivo, embora a noção de “otimização” em Pareto busque descrever justamente o resultado ideal para políticas públicas, neste tocante dificilmente um critério para eficiência pode ser apreendido. Na prática, as decisões do Estado necessariamente afetam de maneira negativa ao menos parte de determinada população e buscam a satisfação de interesses coletivos, frequentemente em detrimento do indivíduo. O parâmetro para o sucesso de uma medida pública está normalmente associado ao “ganho geral”, muito mais próximo do critério “Kaldor-Hicks” de eficiência.

3.1.2. Eficiência Kaldor-Hicks

Entre as décadas de 1930 e 1940, economistas como Nicholas Kaldor e John Hicks se voltaram para o desenvolvimento de institutos voltados para o bem-estar social e para a implementação de políticas voltadas para camadas sociais específicas⁶⁸. Na medida em que o assistencialismo implica o direcionamento da

⁶⁸ VELJANOVSKI, Cento G. Wealth Maximization, Law and Ethics – on the limits of economic efficiency. *International Review of Law and Economics*, n. 01, p. 5-28, 1981. P. 7.

arrecadação tributária para grupos específicos, a preservação do ótimo de Pareto não poderia ser empregada como parâmetro de eficiência. Políticas públicas, reitera-se, sempre implicam prejuízos para alguns e o direcionamento dos benefícios para determinados grupos certamente acentua esta condição.

Por consequência, a excessiva restrição do critério pautado na otimização paretiana foi então substituído pelo teste de Kaldor-Hicks. A eficiência de Kaldor-Hicks é verificada em determinada alocação de recursos em circunstâncias em que os beneficiados, caso viessem a compensar os indivíduos prejudicados pelo arranjo, ainda estariam em situação superior à anterior⁶⁹.

Perceba-se que determinada política pública será eficiente na perspectiva de Kaldor-Hicks independentemente da efetiva compensação, que é colocada apenas como condição hipotética. Para a satisfação do critério de eficiência, é suficiente que os beneficiados estejam potencialmente dispostos a pagar aqueles que deterioram suas posições, ainda que não o façam de fato⁷⁰.

Ao contrário do critério de Pareto, portanto, o teste de Kaldor-Hicks admite “perdedores” tanto quanto “ganhadores”⁷¹. O critério preocupa-se, em última instância, não com a maximização de posições individuais, mas com os ganhos sociais genericamente colocados. Em última análise, a eficiência de Kaldor-Hicks exige apenas que as riquezas (subjetivamente consideradas) geradas para os indivíduos por determinada alocação de recursos seja superior aos prejuízos percebidos pelos “perdedores”.

A esta altura, torna-se clara a consonância entre o teste de Kaldor-Hicks e efficientismo de Richard Posner. Com efeito, a noção de eficiência em Posner corresponde à maximização de riquezas, verificada através do balanço entre recursos consumidos e a “disposição de pagar” dos agentes envolvidos. Em idêntico sentido, a eficiência de Kaldor-Hicks decorre do fato de que os prejuízos acumulados são menores do que aquilo que os beneficiados estão dispostos a pagar aos prejudicados

⁶⁹ Ibidem.

⁷⁰ KALDOR, Nicholas. Welfare Propositions of Economics and Interpersonal Comparisons of Utility. *Economic Journal*, n. 49, 1939. P. 549-552.

⁷¹ SALAMA, Bruno Meyerhof. *Estudos...*, op.cit., p. 88.

para manter seus ganhos. Não por outra razão, é justamente de Kaldor-Hicks o parâmetro de eficiência adotado por Richard Posner ao longo de suas obras⁷².

O teste de Kaldor-Hicks surge como mais razoável para apurar a eficiência de uma medida, do ponto de vista da autoridade pública, do que o de Pareto. Apresenta, contudo uma deficiência em relação a este último, na medida em que esbarra em uma das limitações que anteriormente atribuímos ao efficientismo de Posner: dentro de uma perspectiva subjetivista de valor, não existe método satisfatório para a mensuração da “disposição de pagar” abstratamente considerada⁷³.

Nada obstante as falhas verificadas em ambos os parâmetros, as eficiências Kaldor-Hicks e de Pareto são amplamente utilizadas entre economistas⁷⁴ e serão, por consequência, aqui adotados. Para fins deste trabalho, conforme será visto mais à frente, o tratamento legal concedido às garantias reais na falência e na recuperação judicial será Pareto-eficiente quando não retirar valor de nenhum dos agentes envolvidos, ao passo em que se considerará que há eficiência de Kaldor-Hicks na medida em que a opção legislativa promover ao menos um balanço geral positivo.

Contudo, nada obstante a ampla adoção, não é de modo algum possível concluir os critérios de eficiência de Pareto ou mesmo de Kaldor-Hicks coincidam com os propósitos da autoridade legislativa. Embora definitivamente adequados dentro de uma perspectiva utilitarista, os parâmetros acima analisados são em alguma medida arbitrários.

Desse modo, a análise aqui proposta considerará, ainda, os objetivos idealmente considerados da legislação falimentar e recuperacional. A identificação e análise desses propósitos, em alguma medida postulados expressamente no texto legal, é o esforço no qual incorreremos nas próximas páginas.

3.2. PARÂMETROS GERAIS: A PRESERVAÇÃO DA EMPRESA E A PROTEÇÃO DO CRÉDITO

⁷² VELJANOVSKI, Cento G. Loc. cit.

⁷³ STRINGHAM, Edward. Kaldor-Hicks Efficiency and the Problem of Central Planning. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, v. 4, n. 2, 2001. P. 41.

⁷⁴ POSNER, Richard A. *Economic Analysis...*, op. cit., p. 13-14.

Ao menos em relação ao processo de recuperação judicial, a LFRJ é clara ao elencar seus objetivos. De fato, o art. 47 do mencionado dispositivo legalmente estipula que o procedimento recuperacional pretende, em última instância, promover “a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica”.

Em relação à falência, por outro lado, a legislação não faz menção expressa em relação a uma possível “preservação da empresa”. Em primeira análise, afinal, o concurso falimentar possui escopo essencialmente liquidatário, visando a satisfação dos credores do empresário insolvente⁷⁵. Uma investigação mais detida, contudo, pode levar a entendimento diverso.

Com efeito, embora historicamente associada à quitação de débitos do empresário, por meio do desmonte e da liquidação da empresa⁷⁶, há motivos para crer que atual legislação falimentar tenha buscado promover a preservação da empresa mesmo na falência. Este escopo, aparentemente contraditório, torna-se clara quando percebemos que o artigo 75 da Lei de Recuperação e Falência declara como seu propósito garantir meios para “preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa”.

A relação entre a preservação de “bens, ativos e recursos produtivos” não parece, à primeira vista, associar-se com a noção de preservação da própria empresa. A proximidade entre os propósitos arrolados no art. 47 e 75 da LFRJ aproximam-se, contudo, quando analisamos o conceito modernamente atribuído, pela doutrina, ao termo “empresa”.

3.2.1. Preservação, mesmo na falência

⁷⁵ GARDINO, Adriana V. Pugliesi. *A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?* 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. P. 13.

⁷⁶ Neste sentido, ilustrando o pensamento ainda dominante há poucas décadas atrás, Nelson Abrão conceitua a falência como o “desmonte do estabelecimento [...], aniquilando-se a atividade empresária”. ABRÃO, Nelson. *O novo direito falimentar*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985. P. 167.

A preservação da empresa, conforme foi e será destacado continuamente ao longo do presente trabalho, insere-se certamente entre os propósitos da legislação falimentar e recuperacional ao menos desde 2005, quando a percepção normativa em relação à empresa em crise atravessou profunda transformação.

Para que esta virada teleológica seja compreendida, no entanto, é preciso inicialmente estabelecer com clareza o modo como deve ser tecnicamente tratado o termo “empresa”. De fato, para fins de delineamento dos objetivos da LFRJ – e, portanto, deste trabalho –, o conceito de empresa merece abordagem própria, na medida em que desafia o senso comum, seja popular ou jurídico.

3.2.1.1. O conceito de “empresa”

Há certa dificuldade no exercício de definição do que seria “empresa” para fins de interpretação legislativa e demarcação do objeto cuja LFRJ busca preservar. É amplamente difundida e popularizada, afinal, o emprego do termo enquanto sinônimo de empresário ou do estabelecimento comercial da entidade empresária, cuja desmistificação, já parte do folclore acadêmico do direito empresarial, não pode ser evitada.

De fato, o termo “empresa” é constantemente empregado em colocações como “a empresa pediu recuperação judicial” ou a “a empresa lucrou milhões este ano”, quando é o empresário quem realiza atos de qualquer tipo e que auferir os resultados da atividade realizada. É comum, por outro lado, que se noticie que “a empresa foi reformada” ou “pegou fogo” – nesses casos, os locutores referem-se em verdade ao estabelecimento e não efetivamente à empresa.

É bem verdade que do ponto de vista jurídico, é ainda extremamente útil a noção disseminada por Alberto Asquini, para quem a empresa seria um conceito econômico que se refletiria sobre o Direito como um “fenômeno poliédrico”⁷⁷, no qual se incluiria de fato um perfil subjetivo (o empresário) e um objetivo (isto é, o estabelecimento comercial). Asquini menciona, ainda, um perfil funcional da empresa (a atividade

⁷⁷ Alberto Asquini. *Profili dell'impresa. Rivista del Diritto Commerciale e del diritto Generale delle Obbligazioni*, v. 41, p. 1–20, 1943. P. 6.

empresária realizada) e, finalmente, um perfil corporativo (referindo-se ao aspecto institucional da empresa).

Conforme colocado, no entanto, os mencionados perfis são reflexos jurídicos de um conceito essencialmente econômico. É nas ciências econômicas, efetivamente, que a empresa é originariamente conceituada. É assim Asquini encara o termo, tratando-a como “*organizzazione di lavoro e di capitale al fine della produzione di beni o servizi per lo scambio*”⁷⁸.

Em definição muito semelhante, Garnica e Ibarra apontam que empresas “*son organizaciones económicas que tienen como objetivo central obtener beneficios mediante la coordinación de recursos humanos, financieros y tecnológicos*”⁷⁹. Ainda em 1937, Coase havia adotado conceito semelhante para descrever as *firms*, acrescentando um elemento organizado pelo empresário para além de recursos físicos: as relações entre agentes⁸⁰.

Em qualquer uma das definições mais tradicionais, de todo modo, verifica-se que a empresa é um arranjo de alocação de recursos realizado com o objetivo de promover a circulação de bens e serviços partir de trocas voluntárias. Esta capacidade de organizar e alocar recursos gera utilidade para os consumidores na medida em que ameniza o problema da escassez, dentro do conceito acima apresentado.

Uma empresa não corresponde, em suma, aos estabelecimentos ou ativos físicos mantidos pelo empresário, mas ao modo como esses recursos são organizados relacionados dentro de uma linha produção e distribuição, de modo a gerar utilidade para além muito além do valor contábil dos bens materiais empregados. A empresa, enquanto organização do capital, implica a conjugação dos recursos físicos de modo a criar valor a partir da estipulação de marcas, redes de fornecedores,

⁷⁸ Ibidem, p. 110. Caminhando em sentido muito próximo, João Glicério de Oliveira Filho afirma que “há um consenso no sentido de indicar que a empresa é uma organização técnica e pessoal, com fins econômicos, podendo ou não apresentar lucro, embora este seja o principal objetivo perseguido”. OLIVEIRA FILHO, João Glicério de. *Fundamentos jurídicos da função social da empresa*. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal da Bahia, Salvador.

⁷⁹GARNICA, Alejandro Garcia; IBARRA, Eunice Leticia Taboada. Teoría de la empresa: las propuestas de Coase, Alchian y Demsetz, Williamson, Penrose y Nooteboom. *Econ: teor. práct* [online]. 2012, n.36. P. 10. Disponível em:<http://www.scielo.org.mx/scielo.php?pid=S0188-33802012000100002&script=sci_abstract&tlng=en>.

⁸⁰ COASE, Ronald. *The Nature of the Firm*. COASE, Ronald. *The Firm, the Market and the Law*. Chicago: Chicago University Press, 1988. P. 6.

reputação, clientela, treinamento, *know-how* e muitos outros elementos alheios aos recursos utilizados, quando pensados fora desta organização.

Perceba-se que a agregação desse valor se dá justamente pelo fato do trabalho e do capital, quando conjugados e organizados pelo empresário dentro de uma rede de interações, serem capazes de satisfazer desejos e necessidades em maior volume do que fariam caso permanecessem desarticulados. É neste formato que a empresa é capaz de efetivamente desenvolver uma função social e “estimular a atividade econômica”, conforme pretendido pela legislação falimentar e recuperacional. É este, por consequência, o conceito de “empresa” adotado no presente estudo.

3.2.1.2. *A preservação da empresa e sua função social*

Em se tratando da recuperação judicial, é quase irresistível a interpretação no sentido de que a “preservação da empresa” de que trata o art. 47 da LFRJ se refere ao perfil subjetivo de empresa postulado por Asquini. A partir desse entendimento, o processo recuperacional é frequentemente impulsionado para a qualquer custo devolver a liquidez do empresário e mantê-lo em atividade.

Não é, contudo, significação coerente com os propósitos gerais elencados na redação remanescente do próprio artigo, na medida em que “a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e do interesse dos credores” pouco se relaciona com a sobrevivência, no mercado, de uma entidade empresária específica. Em relação aos princípios desenvolvidos ao longo da Lei de Recuperação e Falências, a “preservação da empresa” pode ser claramente alcançada mesmo com a sucumbência do empresário.

Paulo Fernando Campos Salles de Toledo é elucidativo ao abordar o tema em trabalho de título sugestivo, apontando com clareza a mudança de orientação que a legislação falimentar e recuperacional havia passado a adotar com a promulgação da LFRJ⁸¹. O regime jurídico que privilegiava a satisfação dos credores e a eliminação

⁸¹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A preservação da Empresa, mesmo na Falência. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). *Direito Recuperacional – Aspectos Teóricos e Práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. P. 518.

de concorrentes inviáveis do mercado passou a ter como pedra-de-toque a preservação das empresas.

Esta virada é exemplificada com clareza através dos ensinamentos de Rubens Requião em momento prévio à atual legislação de recuperação e falências: o objetivo principal da antiga disciplina legal, constatava Requião, era assegurar a liquidação dos créditos dos credores em condição de igualdade e promover o “saneamento empresarial” através da exclusão das empresas insolventes⁸². O objetivo seria, em tese, garantir a proteção do crédito⁸³ a partir do *par condicio creditorum* e da eliminação de maus pagadores.

A orientação do art. 75, conforme salientado, escancara a transformação pela qual passaram os objetivos do regime jurídico falimentar, que agora se propõe os ativos organizados para fins de desenvolvimento de atividade lucrativa – em última instância, a própria empresa.

Esta nova concepção torna-se clara a partir da análise do Parecer n. 534/2004, de autoria do ex-Senador Ramez Tebet, sobre o Projeto de Lei da Câmara n. 71/2003⁸⁴. Na ocasião, o então relator do Projeto na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado elencou, dentre os princípios que viriam a permear a legislação resultante, a preservação da empresa e a separação dos conceitos de “empresa” e de “empresário”.

A identificação da empresa através de uma concepção distinta e até mesmo alheia em relação ao empresário – nos moldes apresentados anteriormente – não consiste em mero rigor técnico, mas em um pressuposto essencial para que se possa identificar com clareza os propósitos da LFRJ em relação à preservação da empresa. Ao analisar o PLC n. 71/2003, Tebet reconhece, assumindo pressuposto que seria plenamente incorporado à LFRJ, que:

⁸² REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Falimentar*. 17. ed. 1º v., n. 12. São Paulo: Saraiva, 1998. P. 25-27.

⁸³ MENDONÇA, J.X. Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 7. ed. at. Por Roberto Carvalho de Mendonça. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964. P. 157. Citado por: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Loc. Cit.*

⁸⁴ BRASIL. Congresso. Senado. *Lei de Recuperação de Empresas – Lei nº 11.101, de 2005* (Compêndio). Brasília, 2005.

[...] a empresa é o conjunto organizado de capital e trabalho para a produção ou circulação de bens ou serviços. Não se deve confundir a empresa com a pessoa natural ou jurídica que a controla. Assim, é possível preservar uma empresa, ainda que haja a falência, desde que se logre aliená-la a outro empresário ou sociedade que continue sua atividade em bases eficientes⁸⁵.

O parecer é claro ao colocar como um objetivo central do ordenamento jurídico a manutenção do capital – tangível e intangível – organizado pelo empresário⁸⁶ e não das atividades de um empresário determinado⁸⁷. Conforme implicitamente reconhece Tebet, a organização do trabalho e do capital (isto é, a empresa propriamente dita) possui um valor agregado que em muito amplia a utilidade de outro modo gerada pelos recursos aplicados isoladamente.

Esta percepção coincide com o quanto já colocado acima, no sentido de que, do ponto de vista de uma “função social” que se possa atribuir à empresa, é indiscutível que uma gama maior de desejos de membros da sociedade é satisfeita (e, portanto, maior utilidade é gerada) quando recursos estão organizados para produção e distribuição através de uma empresa. Não há, de fato, como excluir a preservação desta organização como um fim essencial do regramento falimentar.

Não é por fator dissociado que a maximização dos ativos do falido é também um princípio do regramento falimentar elencado na relatoria de Tebet, sugerindo a venda dos ativos em blocos⁸⁸. Esta orientação produziu reflexos sobre a legislação resultante do projeto no formato do disposto no art. 140, I, da Lei de Recuperação e Falências, que prioriza a venda dos estabelecimentos em bloco como meio para a liquidação dos bens do falido. O objetivo, por óbvio, é justamente preservar o valor agregado aos respectivos ativos por meio da sua organização.

3.2.2. A proteção ao crédito e a redução dos juros

⁸⁵ Ibidem, p.29.

⁸⁶ Ibidem.

⁸⁷ Evidente que a LFRJ promove, através do processo de recuperação judicial, meios também para a manutenção do empresário no mercado. Afinal, o processo de transferência da titularidade de ativos é normalmente traumático e tende a retirar parte do valor agregado pelo empresário aos bens de capital. Parece-nos, contudo, que a recuperação do empresário deve ser compreendida de maneira instrumental e secundária em relação à preservação da empresa.

⁸⁸ BRASIL. Congresso. Senado. Op. cit., p. 30.

A proteção do Crédito é também um propósito expresso e inquestionável da LFRJ. Com efeito, o art. 47 da LFRJ menciona como uma de suas finalidades a manutenção dos “interesses dos credores”, que recebem tutela específica nos arts. 27, “c”, e 109 do mencionado diploma legal. Os interesses titularizados pelos credores a que poderia se referir a legislação por óbvio, são aqueles referentes ao crédito que possuem contra a massa falida.

A proteção ao crédito consiste, em realidade, em um objetivo antigo do regime jurídico relativo às empresas em crise financeira⁸⁹, que a partir da nova legislação passou a ser encarado como um objetivo imediato para a consecução mediata de uma outra finalidade: a redução dos juros no Brasil. Embora não seja um ponto expressamente levantado pela LFRJ, a diminuição do custo do dinheiro foi amplamente ressaltada como uma consequência da mudança legislativa por seus defensores políticos e doutrinários.

Este ponto é levantado por Bruno Meyerhof Salama, para quem as inovações da LFRJ aqui discutidas visavam principalmente o fomento do crédito. O autor ressalta que o empecilho à recuperação da empresa não é a única consequência a ser considerada na análise de eficiência da trava bancária, cujo suposto efeito para a diminuição dos juros – e fortalecimento do mercado creditício – deve também ser levado em conta⁹⁰.

O apoio político para a promulgação seguia a mesma vertente: pouco antes da sanção da LFRJ pelo ex-Presidente Lula, o então Ministro da Fazenda Antônio Palocci ressaltava a desejável “repercussão nos spreads bancários” que teria a nova legislação. Segundo Palocci, a certeza do barateamento do crédito em decorrência da LFRJ estaria respaldada na experiência que o modelo teria tido em outros países⁹¹.

⁸⁹ Conforme visto acima, através da ótica de: MENDONÇA, J.X. Carvalho de. Loc. cit.

⁹⁰ SALAMA, Bruno Meyerhof. Recuperação Judicial e Trava Bancária. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, V. 59, 2013. P. 21.

⁹¹ COLLET, Taciana. Palocci espera queda dos juros nos bancos com a nova Lei de Falências. *Valor Econômico*, 11 fev. 2005. Disponível em:

<<http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/484971/noticia.htm?sequence=1>>

E, de fato, segundo o já mencionado parecer de Ramez Tebet, o Projeto de Lei do qual resultaria a atual legislação falimentar e recuperacional teria sido avaliado pelo Congresso Nacional ainda em consideração à “redução do custo do crédito no Brasil”. Segundo o Parecer n. 534/2004, seria fundamental “conferir segurança jurídica aos detentores de capital, com preservação das garantias e normas precisas sobre a ordem de classificação de créditos na falência”, de modo a incentivar a aplicação de recursos financeiros sobre as atividades produtivas⁹².

Com base neste mesmo fundamento, em parecer posterior, Tebet rejeitou emenda proposta pela Senadora Heloísa Helena para a inclusão de créditos tributários no concurso falimentar, com prioridade inclusive sobre aqueles com garantias reais. Segundo o parecer, o fortalecimento das garantias reais contribuiria para a ampliação do acesso ao crédito e a redução de seu custo, “um dos principais objetivos das modificações promovidas”⁹³.

Sedimentado, portanto, que a redução dos juros é efetivamente um dos objetivos da LFRJ e que o meio encontrado para tanto é a proteção do crédito. Ao lado deste propósito, elencamos aqui, estão ainda preservação da empresa, enquanto finalidade legislativa específica e precípua, além dos parâmetros gerais para a eficiência: os critérios de Pareto e Kaldor-Hicks.

É frente aos mencionados objetivos legais e parâmetros genéricos que a análise aqui proposta analisará a eficiência de uma das ferramentas principais ferramentas eleitas pela legislação com este intuito: a tutela das garantias reais. Discorreremos, no próximo capítulo, acerca das referidas garantias e das correspondentes proteções legislativas, objeto da presente análise econômica.

⁹² BRASIL. Congresso. Senado. Op. cit., p. 30.

⁹³ Ibidem, p. 81.

4. GARANTIAS REAIS: FUNDAMENTOS ECONÔMICOS E REGRAMENTO JURÍDICO

Toda relação contratual corresponde, em alguma medida, a um esforço das partes em mitigar a incerteza. Através do contrato, cada um dos lados compromete-se a fixar suas posições, evitando a insegurança quanto à destinação dos recursos escassos comprometidos.

Em uma promessa de compra e venda de um apartamento, por exemplo, o promitente vendedor assegura que, satisfeitas as condições da venda, o imóvel será transferido ao promissário. Este, por outro lado, assegura o vendedor de que transferirá, até a data do vencimento, o valor ajustado. Em outras palavras, promitentes vendedores e compradores garantem à parte contrária que aos recursos envolvidos será dada a destinação acordada – e nenhuma outra que impeça materialmente a transação.

Obviamente, a despeito da troca de compromissos contratuais e das sanções por descumprimento eventualmente estabelecidos, uma gama significativa de incerteza permanece: a parte contrária é honesta na obrigação assumida e irá agir de modo condizente com a obrigação assumida? Mais do que isso: a contraparte possui de fato capacidade para cumprir o pactuado? Os recursos envolvidos estarão efetivamente disponíveis ao tempo da execução?

Existe, enfim, uma margem de probabilidade de que uma das partes não tenha suas expectativas alcançadas em decorrência do não-cumprimento do acordado – isto é, um risco de que as obrigações assumidas simplesmente não se concretizem. Visando a mitigação desse risco, as partes normalmente assumem novas obrigações, acessórias às originais: as garantias.

A proteção dos créditos garantidos – em especial daqueles garantidos por garantias de natureza real – é sem dúvida alguma uma opção do legislador. O objetivo do presente estudo, afinal, é justamente apurar a eficiência da tutela das garantias reais frente aos objetivos ideais (genéricos ou específicos, conforme detalhado anteriormente) da LFRJ.

Neste esforço, o presente capítulo tem o propósito de apresentar as garantias reais a partir de seu fundamento econômico, em uma análise positiva, descrevendo os meios pelos quais se desenvolveram juridicamente no ordenamento brasileiro. Neste esforço, e já em introdução à análise econômica normativa proposta no próximo capítulo, será ainda analisada a forma como a tutela a tais garantias é expressa na LFRJ.

4.1. ANÁLISE ECONÔMICA POSITIVA DAS GARANTIAS REAIS

Conforme mencionado anteriormente, uma análise econômica do Direito normativa – isto é, que analisa a norma qualitativamente – impescinde de uma outra análise econômica, desta vez descritiva (ou positiva). De fato, para analisar as implicações de determinado fenômeno ou instituto do ponto de vista das ciências econômicas, faz-se necessário compreender o que tal fenômeno ou instituto representa economicamente. Descrever as garantias nesses termos é o esforço que será realizado nas próximas linhas.

4.1.1. Garantias, tempo e mercados imperfeitos

De imediato, podemos afirmar que uma teoria acerca da eficiência das garantias reais somente poderia ser discutida tendo-se por premissa um mercado imperfeito. Em um mercado perfeito, com efeito, as garantias reais seriam despropositadas, na medida em que não existiriam financiamentos de qualquer natureza.

Explica-se: mercados perfeitos são um pressuposto inteiramente hipotético frequentemente adotados para a elaboração de teorias de preços. São cenários abstratos de trocas em que há uma consonância entre a utilidade privada e pública: em mercados perfeitos, qualquer troca é pareto-eficiente. Os contratantes ampliam utilidade, enquanto os demais afetados têm suas posições preservadas ou igualmente maximizadas.

Em suma, um mercado perfeito nada mais é do que um ambiente fictício que reúne condições (inclusive metafísicas) que permitem a convergência de interesses

públicos e privados em trocas consideradas eficientes *a priori*⁹⁴. Assumindo-se premissas como essas, elimina-se custos de transação, a influência dos agentes sobre os preços e fatores mundanos que afetem os preços de modo circunstancial, permitindo a elaboração de teorias aprioristas e gerais acerca dos preços.

Um dos aspectos de mercados perfeitos é que, neles, o tempo é abolido. Todos os eventos econômicos acontecem instantaneamente: produção, consumo, obras – tudo é pensado como que realizado imediata e simultaneamente. Evidentemente, em mercados em que o tempo existe não há a possibilidade de estabelecer concorrência perfeita ou eliminar custos de transação⁹⁵, na medida em que o dispêndio de tempo é um custo que pode ser administrado de maneiras diferentes por diferentes competidores – definitivamente interferindo sobre os preços⁹⁶.

Excluindo-se o tempo enquanto condição e recurso a ser considerado, não é possível falar em financiamento ou empréstimo de qualquer natureza. Um empreendedor somente necessita de financiamento porque existe um lapso de tempo entre a decisão de investir e o acúmulo do capital necessário para o empreendimento⁹⁷. Na medida em que mútuos somente fazem sentido em um mercado imperfeito, reitera-se que “imperfeições” no mercado constituem um dos fundamentos para as garantias reais.

E, na realidade dos mercados imperfeitos, para que um empreendimento qualquer seja iniciado ou ampliado de maneira sustentável faz-se necessário que o empreendedor detenha o capital necessário para sua implantação e que a receita marginal esperada seja superior às despesas marginais de operação, mesmo no curto prazo. Em qualquer outro cenário – isto é, se o empresário não possuir o capital

⁹⁴ CARLSON, David Gray. On the Efficiency of Secured Lending. *Virginia Law Review*, n. 80, 1994. P. 2182-2183.

⁹⁵ Conforme lembra Coase, ao falar sobre um mercado sem custos de transação, lembra que “the assumption of zero transaction costs, not usually noticed, is that, when there are no costs of making transactions, it costs nothing to speed them up, so that eternity can be experienced in a split second”. COASE, Ronald. *The Firm, the Market and the Law*. Chicago: University of Chicago Press, 1988.

⁹⁶ Se há tempo, uma pessoa pode produzir um bem com maior velocidade do que outra ou simplesmente ter os recursos alocados em um momento anterior, podendo assim tanto reduzir seus custos (caso produza mais rápido) quanto cobrar um prêmio por uma entrega mais rápida (caso consiga produzir em um momento anterior). Ambas as situações geram uma interferência circunstancial sobre os preços que é inaceitável para mercados perfeitos e para uma teoria geral de preços.

⁹⁷ CARLSON, David Gray. Op. cit., p. 2183.

necessário para a implantação ou para cobrir um eventual déficit no início das operações –, faz-se necessário o financiamento por terceiros.

A adoção de financiamento, por sua vez, somente será racional para o empresário e (principalmente) para o financiador caso, em determinado prazo, as receitas esperadas sejam capazes de cobrir não apenas os custos operacionais, mas também os juros praticados. Existe um inevitável problema para as partes em relação ao fato de as receitas serem “esperadas”.

Com efeito, o mutuante e o próprio empresário ficam invariavelmente cobertos de incerteza quanto à possibilidade de cumprimento da obrigação contraída. E é a incerteza (e os riscos que ela nos obriga todos a enfrentar) que em última instância fundamenta a própria existência das garantias reais.

4.1.2. Incerteza e risco

Anteriormente, apresentou-se aqui a noção de escassez e como esta impõe escolhas aos indivíduos. Na medida em que recursos não existem de modo a compreender todos os nossos desejos, toda e qualquer ação impõe custos – isto é, que abdicamos de determinados bens ou oportunidades. Por consequência, ao devemos decidir o que iremos sacrificar. Devemos, reitera-se, fazer escolhas.

Toda escolha implica uma ponderação acerca de eventos sobre os se detém algum tipo de controle, de modo que o indivíduo age sempre buscando convergir a intenção de suas ações com os respectivos efeitos. Nada obstante, as consequências das escolhas que realizamos – e de um fato qualquer – estão em enorme parte inseridos nos domínios da Fortuna, subordinados à álea. São, em outras palavras, incertas⁹⁸. Nenhum agente possui, afinal, todas as informações disponíveis e grande parte das informações simplesmente não estão disponíveis para ninguém.

Exemplificativamente, ao decidir sobre permitir ou não a cobrança pelo transporte de bagagens, a Agência Nacional de Aviação Civil é capaz de usar o que há de melhor em termos de conhecimento produzido pelas ciências econômicas e, sendo

⁹⁸ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. Op. cit., p. 129.

esta sua intenção, promover o regramento que tenda a reduzir os preços das bagagens. O estabelecimento de uma tendência, uma influência sobre os preços das passagens, no entanto, é tudo o que se pode esperar do órgão. A efetiva queda dos preços das passagens depende de uma série de incontáveis outros fatores, vários dos quais são completamente imponderáveis.

Analogamente, ao decidir por empreender o empresário tem a sua disposição uma série de medidas capazes de direcionar o seu negócio para os resultados almejados. Por outro lado, haverá sempre uma série de eventos possíveis cuja concretização poderá mitigar ou impedir o sucesso do empreendimento. A esses eventos potenciais, capazes de obstar um arranjo ou efeito pretendido, dá-se o nome de “riscos”⁹⁹.

Ao solicitar um financiamento, o empreendedor oferece, em última instância, parte dos seus resultados ao investidor – seja na forma de juros ou de dividendos. Na medida em que esses resultados não são certos, mas potenciais, o devedor entrega para o financiador, juntamente com a promessa de lucros, os riscos a que o negócio está submetido.

Os agentes financiadores, assim como qualquer outro *player*, possuem aversão a riscos, de modo que poderão rejeitar a transação ou precificar sua própria tolerância aos riscos nos juros cobrados. Para obter o financiamento ou minorar os juros a serem pagos, espera-se que o financiador dos riscos do empreendimento.

Há algumas formas de desviar riscos ao qual determinado agente está sujeito. Para tutelar os produtores de leite contra os riscos da concorrência estrangeira, por exemplo, pode-se criar encargos para a importação do produto, de modo a encarecer o leite produzido no exterior. Este modelo representa uma forma de redistribuição, que transfere os custos consubstanciados nos riscos enfrentados pela indústria nacional de laticínios para toda a comunidade¹⁰⁰.

Na esfera privada, no entanto, não há a maneira lícita (ou consistente) de transferir custos para terceiros involuntariamente. Não mais havendo mecanismos

⁹⁹ Conforme definição empregada em: KNIGHT, Frank H. Risk, Uncertainty and Profit. Chicago: University of Chicago Press, 1971.

¹⁰⁰ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. Op. cit., p. 131.

rentáveis de ampliação da eficiência ou dos protocolos de segurança do negócio, resta ao devedor que busca mitigar o risco de seus financiadores o seguro ou as garantias.

Embora ambas as soluções possuam efeitos similares, no primeiro caso o devedor estaria sujeito ao pagamento de prêmios análogos à dedução de juros que poderia obter junto ao financiador. No mais, o seguro apenas transfere a incerteza que o financiador possui em relação à liquidez futura do devedor para o segurador como faria em relação a um fiador, ainda que o fornecedor de seguros seja, em regra, um pagador mais sólido.

As garantias reais se justificam em primeiro lugar, portanto, em decorrência da incerteza e dos consequentes riscos. Ainda que análoga ao seguro ou às garantias pessoais em seus propósitos primários, a garantia real oferece em princípio maior segurança – isto é, maior redução da incerteza e dos riscos – ao mutuante, além de preservar (também apenas em princípio) a liquidez do devedor em maior grau.

4.1.3. Redução do “risco moral”

A partir das lições básicas que a Economia oferece acerca da incerteza, surgem teorias concorrentes para descrever economicamente as garantias reais a partir dos riscos relativos especificamente ao comportamento do devedor. As garantias não se dedicariam apenas a oferecer um resguardo na hipótese de insucesso do mutuário, mas avaliar o comportamento do financiado ou mesmo oferecer incentivos para que este obtenha sucesso.

Trata-se em outras palavras, de uma fundamentação das garantias reais a partir da busca da redução do “risco moral”¹⁰¹ – isto é, o risco decorrente de eventual mau comportamento do devedor frente à estrutura de incentivos oferecida¹⁰². Essas teorias podem ser hoje divididas em dois grupos dominantes, ambos relacionados a conduta

¹⁰¹ “Moral hazard”, em inglês.

¹⁰² LIQUIDATO, Alexandre Gaetano. *O Contrato de Penhor*. 2012. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. P. 15 e 16.

do financiado: um grupo em que as teorias são pautadas na mitigação da assimetria informacional¹⁰³ e outro relacionado com problemas de agência¹⁰⁴⁻¹⁰⁵.

4.1.3.1. Mitigando a assimetria informacional: a sinalização do bom comportamento

Conforme será concluído à frente, as teorias que associam as garantias reais à mitigação da assimetria de informação encontram, a nosso ver, sérios problemas para aceitação do ponto de vista lógico. Nada obstante, seus defensores oferecem um argumento relevante o suficiente (ainda que apelando unicamente para a intuição) para que o detalhemos neste trabalho.

Os agentes distribuidores de crédito, conforme reiteradamente constatado ao longo deste trabalho, possuem incerteza quanto aos riscos dos projetos que solicitam financiamento. Por esta razão, tem-se a consciência de que, ainda que (custosas) medidas sejam tomadas para a avaliação dos devedores, entidades empresárias com empreendimentos ineficientes irão frequentemente obter crédito a um preço que não refletirá os riscos envolvidos para os mutuários.

Por esta razão, instituições financeiras irão, em princípio e na ausência de maiores informações, fornecer crédito a juros que cubram o risco médio de investimentos nesses termos. Como decorrência, firmas com projetos rentáveis e de baixo risco possuem incentivos para sinalizar para os mutuantes a qualidade de seu trabalho, de modo a diminuir a barreira informacional¹⁰⁶.

¹⁰³ Mais especificamente, conforme ficará claro mais à frente: mitigação da assimetria de informação relacionada à distribuição de crédito e a relação de ativos da empresa ao tempo da constituição da dívida.

¹⁰⁴ Em sentido amplo, incluindo não apenas o conflito entre os interesses dos administradores de uma entidade empresária e seus acionistas, mas todo comportamento distinto daqueles que seriam devidos para com quem se assumiu determinado dever.

¹⁰⁵ WEI Zhang. The Paradoxes of Secured Lending: Is There a Less Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, n. 16, 2014. P. 802.

¹⁰⁶ SCHWARTZ, Alan. Security Interests and Bankruptcy Priorities: a Review of Current Theories. *Journal of Legal Studies*, v. 10, n. 1, 1981. P. 14-15.

As garantias reais poderiam servir, neste tocante, como um sinal de que o mutuário confia na rentabilidade de seu projeto frente aos custos da oneração do bem ofertado como colateral¹⁰⁷. Segundo os defensores desta teoria, esta sinalização pode ser realizada, especificamente em relação às garantias reais, em ao menos três situações¹⁰⁸.

Em primeiro lugar, uma sinalização “genérica”: o sinal pode ser passado verificado quando o bem colateralizado é um ativo com valor agregado em relação à estratégia da empresa. Nesses casos, a perda do bem representa um custo para o devedor além do valor contábil do bem e, quanto maior o risco do investimento, menos o mutuário estará disposto a assumir o risco de incorrer em tal custo. Por consequência, o credor é capaz de avaliar que, quanto maior a disposição do devedor para onerar um bem com valor idiossincrático para o devedor, maior a confiança que este possui em relação à viabilidade de seu projeto.

Uma segunda circunstância de sinalização seria verificada na situação em que a contratação da garantia permite uma rápida liquidação do colateral. Segundo Wei Zhang, empresas com atividades de alto risco frequentemente mantêm suas atividades contando com a recuperação de maus investimentos (e consequentes crises de liquidez) através de seus negócios bem-sucedidos.

O raciocínio é simples: alto risco do negócio impediria pagamentos regulares a determinados investidores, que seriam compensados (com atraso) através do eventual sucesso em outros empreendimentos que, em decorrência do risco elevado, seriam também altamente rentáveis. Essa prática torna-se inviável quando o credor é capaz de executar o débito com rapidez, de modo que empresários que supostamente adotam essa estratégia não possuem interesse em oferecer bens em garantia.

Há que se considerar, por fim, que um credor garantido por um bem essencialmente estratégico para o devedor é capaz de exercer influência sobre as decisões deste. Não se trata aqui de efetiva sinalização, mas de uma mitigação da imperfeição informacional em decorrência da participação indireta do financiador no empreendimento.

¹⁰⁷ TRIANTIS, George G. Secured Debt Under Conditions of Imperfect Information. *Journal of Legal Studies*, n. 21, 1992. P. 247.

¹⁰⁸ WEI Zhang. Op. cit., p. 803.

Schwartz critica as teorias relativas à sinalização, considerando-as inexatas e instáveis. Primeiro, considera que as situações em que a sinalização seria possível são circunstanciais demais para justificarem qualquer teoria. Para além disso, argumenta que a teoria não considera o dinamismo e a contínua adaptação dos agentes no mercado: caso a sinalização fosse relevante do ponto de vista da precificação do crédito, devedores de alto risco simplesmente ignorariam os incentivos óbvios e mimetizariam o comportamento dos bons pagadores para entregar os mesmos sinais aos credores¹⁰⁹.

Além das pertinentes críticas de Schwartz, parece-nos que a sinalização seria um fundamento de qualquer garantia, especialmente as pessoais. Ao oferecer um colateral, o devedor certamente indica acreditar em seu empreendimento, na medida em que atrai para si parte dos riscos e os custos do financiamento. O efeito de sinalização, contudo, é ainda mais claro quando um fiador ou avalista compromete-se com o débito, na medida em que o sinal passa a ser de que agentes externos também estão confiantes na qualidade do projeto financiado.

As teorias da sinalização, contudo, certamente preservam alguma pertinência em seu argumento geral: a garantia real é um “refém”¹¹⁰ oferecido pelo devedor ao financiador, como forma de demonstrar compromisso em relação à obrigação assumida. Em suma, ainda que consideremos que Schwartz está inteiramente correto em suas críticas, ao colateralizar um ativo, o mutuário ao menos coloca um pouco de sua “pele” em jogo¹¹¹.

4.1.3.2. Minimizando os custos de agência: as garantias reais e o comportamento dos devedores

¹⁰⁹ SCHWARTZ, Alan. *A Theory of Loan Priorities*. *Journal of Legal Studies*, n. 18, 1989. P. 244-247.

¹¹⁰ Exato termo empregado John Armour ao alcançar a mesma conclusão em: ARMOUR, John. The Law and Economics Debate about Secured Lending: Lessons for European Lawmaking. *European Company and Financial Law Review*, n. 5, 2008. P. 6.

¹¹¹ Para utilizar a expressão talebiana, comentada mais à frente. TALEB, Nassim Nicholas. *Skin in the game: Hidden Asymmetries in Daily Life*. Londres: Penguin Books, 2018.

Embora em algum grau pertinente, os efeitos de sinalização são sem dúvida alguma insuficientes para descrever as garantias, especialmente as reais, para além da mitigação da incerteza e do risco no momento da insolvência. Há, no entanto, uma segunda variedade de teorias que aventam um outro fundamento econômico para as garantias reais a partir da redução do risco moral, este especialmente relacionado aos incentivos que a colateralização de bens acarreta: são as teorias da minimização dos custos de agência.

Fundamental ressaltar que os problemas de agência (e seus respectivos custos) não se relacionam necessariamente, no sentido aqui empregado, com a noção comumente empregada na doutrina jurídica brasileira, relativa especificamente ao conflito de interesses de acionistas e administradores de uma entidade empresária. Ao utilizarmos o termo, referimo-nos à potencial divergência entre o comportamento de um agente e os deveres que este assumiu¹¹².

Ao que interessa à presente análise, o principal problema de agência estaria relacionado com o comportamento imprudente, negligente ou mesmo fraudulento do devedor frente às obrigações que assumiu junto aos seus credores. Certamente, uma série de custos pode surgir do possível mau-comportamento de devedores – e as garantias reais poderiam, em tese, mitigá-los.

4.1.3.2.1. *Eficiência em monitoramento*

Em contratos de empréstimo de qualquer natureza, o devedor naturalmente assume deveres (implícitos ou explícitos) no sentido de quitar a dívida. Por vezes, é facultado aos credores monitorar o financiado para que este aja em conformidade com as obrigações assumida.

A título exemplificativo, qualquer pessoa interessada pode, por exemplo, agir para impedir uma fraude que vise procrastinar ou eximir o devedor do pagamento do débito. Para além dessa prerrogativa básica, é possível que as partes contratem,

¹¹² Conforme termo empregado em, dentre outros: JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, n. 3, 1976. P. 332-333.

ainda exemplificativamente, a possibilidade de o mutuante auditar as contas do mutuário ou a obrigação deste de manter determinados bens livres de gravame.

O exercício dessas faculdades básicas ou potenciais de monitoramento implica custos para os credores. Ao exigir um bem em garantia da obrigação assumida, o credor preserva a necessidade de monitorar o devedor, mas não mais em relação a todo o seu patrimônio – caso o colateral cubra toda a dívida, fiscalizá-lo passa a ser suficiente¹¹³. Os custos são reduzidos em relação ao monitoramento geral.

Há ainda um possível estímulo positivo para o devedor honesto e seus acionistas, neste tocante. Ao conceder garantias o mutuante incentiva os credores garantidos a concentrar seus esforços de monitoramento de seus respectivos colaterais, ao passo em que os demais credores ficam gradativamente mais compelidos a fiscalizar o uso dos ativos restantes¹¹⁴. Quanto mais colaterais são concedidos (e menor é o patrimônio disponível para o concurso geral em eventual insolvência), mais os detentores de crédito quirografário ficam estimulados a vigiar a conduta do devedor.

Esta “especialização” no monitoramento serviria, em tese, para dirimir de uma forma geral os problemas de agência da entidade devedora. Esta circunstância criaria valor para os acionistas da sociedade (que teriam reduzidos os custos de fiscalização dos administradores), ao passo em que induziria a corporação a assumir uma conduta adequada junto ao mercado – diminuindo, por consequência, seus custos para a obtenção de crédito¹¹⁵.

Embora plausíveis, as teorias econômicas que explicam a contratação de garantias através da redução dos custos de monitoramento são também alvo de contestação. Seus detratores argumentam, em resumo, que dificilmente os credores se especializariam no monitoramento dos bens do devedor. Mais provável, defende-se, é que os devedores monitorem parcelas específicas do patrimônio, capazes de saldar suas próprias dívidas – e não a conduta do devedor como um todo¹¹⁶.

¹¹³ BUCKLEY, F.H. The Bankruptcy Priority Puzzle. *Virginia Law Review*, n. 72, 1986. P. 1442.

¹¹⁴ *Ibidem*, p. 1441.

¹¹⁵ *Ibidem*.

¹¹⁶ SCHWARTZ, Alan. The Continuing Puzzle of Secured Debt. *Vanderbilt Law Review*, n. 37, 1984. P. 1055-1058.

Os críticos parecem possuir parcial razão neste tocante. É mesmo complicada a assunção da premissa de que os credores quirografários iriam se especializar no monitoramento do patrimônio do financiado a ponto de torná-lo perceptivelmente mais seguro para o recebimento de crédito.

Por outro lado, parece-nos razoável e lógica a tese de que os credores garantidos teriam reduzidos os seus custos de fiscalização, os quais de fato se restringiriam ao monitoramento do ativo colateralizado. No entanto, restritas as teorias das garantias reais pautadas no monitoramento a este aspecto, pouco oferecem para além dos fundamentos gerais de mitigação da incerteza e do risco.

4.1.3.2.2. *Poder de influência¹¹⁷ e controle*

Ainda em defesa das teorias que explicam as garantias reais com base na minimização dos problemas, há o argumento da ampliação do poder de barganha. O fundamento é relativamente simples: a contratação de uma garantia real, especialmente em uma modalidade que transfira a propriedade fiduciariamente para o credor, tende a estabelecer uma influência deste sobre o devedor em grau maior do que se verificaria em uma relação de crédito sem colaterais¹¹⁸.

Por outro lado, distribuidores de crédito frequentemente exercem influência sobre empresas, sobretudo em relação às que dependem de alavancagem para ter chances de sucesso. Na medida em que o custo de execução da dívida do credor garantido é menor – e que a liquidação nesses termos tende a significar a alienação do colateral por um valor inferior ao que o ativo efetivamente representa para o devedor¹¹⁹ –, este tende a ter um poder ainda maior sobre o financiado.

Com este poder de influência, o credor garantido poderia, em tese, direcionar as ações do devedor no sentido de evitar comportamentos temerosos ou fraudulentos. Mais do que simplesmente monitorar o mutuário, o mutuante poderia, em tese, controlá-lo relativamente.

¹¹⁷ Livre tradução do termo empregado pela doutrina estrangeira: “*leverage*”, em inglês.

¹¹⁸ WEI Zhang. Op. cit., p. 808.

¹¹⁹ Ibidem, p. 809.

A praxe das relações comerciais faz com que a premissa – o estabelecimento de influência em maior grau por parte dos credores garantidos – seja amplamente aceito entre economistas. A conclusão, por outro lado, de que esta influência criaria um estímulo para o credor contratar garantias reais (e, seria, portanto, um fundamento material dessa modalidade de garantia) é frequentemente rejeitada.

Isso porque, para que esta circunstância de controle se confirme, duas premissas peculiares devem ser atendidas: em primeiro lugar, o colateral não pode cobrir toda a dívida. Do contrário, não haveria estímulo para que o credor tenha interesse exercer este controle – decisões temerosas do mutuário que o levem à insolvência implicaria apenas a necessidade de o titular do crédito garantido exercer sua prioridade. Por outro lado, a insuficiência do ativo em relação ao débito é indicativa de que este não é relevante o suficiente para que o devedor seja especialmente influenciado pelo seu financiador¹²⁰.

Além disso, lembra Buckley, os custos com o exercício de eventual influência – que incluiriam monitoramento e desenvolvimento de expertise sobre as atividades do devedor – devem ser inferiores aos benefícios obtidos através deste controle¹²¹. Para tanto, parece-nos claro, o valor descoberto deve ser significativo.

Em suma, embora em algum grau explique as garantias reais a partir da minimização da minimização dos problemas de agência, o argumento da influência também merece suas críticas. Afinal, serve apenas para descrever garantias reais em um fenômeno muitíssimo específico: a contratação de colaterais que, embora sensíveis para o devedor, têm valor substancialmente insuficiente em relação ao débito total.

4.1.3.2.3. *Redução de sobreinvestimentos*

¹²⁰ “(...) secured creditors become less eager to monitor debtor misbehaviors, which inevitably means that they are less prone to deter these misbehaviors, whatever leverage they may have. Fully secured creditors can comfortably rely on the equity cushion, and even when inadequately secured, the creditors' incentive to monitor will shrink to the extent they are secured, in that additional monitoring will not have as much benefit as if they were completely unsecured”. Ibidem, p. 810.

¹²¹ BUCKLEY, F.H. Op. cit., p. 1446.

Encerrando a busca por fundamentos materiais para a contratação de garantias reais, está o fato de que este arranjo diminui a probabilidade do dever sobreinvestir, como aponta Wei Zhang. O “sobreinvestimento”, conforme conceito aqui adotado, corresponde à prática, pelo devedor, de investimentos cujo retorno justifica o risco para si próprio, mas não o justifica para os devedores¹²².

É fundamental para os credores que o mutuário realize investimentos, de modo a manter-se próspero e solvente. No entanto, da perspectiva dos credores, é importante que esses investimentos possuam risco moderado, proporcional aos ganhos que geram para a empresa. Caso o financiado amplie desproporcionalmente o apetite de risco em relação ao potencial retorno, seus financiadores ainda arcarão com eventual fracasso do financiado, mas certamente não usufruirão do ganho adicional que a assunção de altos riscos venha a gerar.

Segundo Frank Buckley, uma causa frequente de sobreinvestimento reside no comprometimento da receita com juros. Quanto maior os juros que o devedor paga por suas fontes de financiamento, menor a tendência que se envolva em investimentos de risco proporcionalmente alto. Isso porque juros mais baixos podem ser mais facilmente internalizados pelo mutuário, de modo a comprometer uma proporção menor de sua receita e evitar que o mesmo se veja obrigado a buscar maior rentabilidade em investimentos mais arriscados¹²³.

Partindo-se desta premissa, o raciocínio é definitivamente simples: as garantias reais permitem que os credores ofereçam juros mais baixos e, por consequência, estimulem o financiado a evitar investimentos de maior risco. Embora entendamos que este raciocínio é em grande parte plausível, corroboramos o entendimento de Wei, no sentido de que este não é um efeito intencional ou mesmo percebido *a priori* pelos contratantes de garantias reais a ponto de explicar a prática¹²⁴.

Nada obstante, ainda que discordemos que os possíveis benefícios em termos de sinalização e mitigação dos problemas de agência sejam capazes de descrever

¹²² WEI Zhang. Op. cit., p. 798.

¹²³ BUCKLEY, F.H. Op. cit., p. 1430.

¹²⁴ WEI Zhang. Op. cit., p. 822-828.

positivamente o surgimento das garantias reais, tais teses ainda convivem com a bem-fundamentada e amplamente aceita tese de que as garantias se justificariam por dirimir riscos e incerteza em caráter genérico. O esforço descritivo até aqui realizado parece suficiente, portanto, para permitir o reconhecimento das *securities* enquanto fenômeno econômico.

4.2. ANÁLISE JURÍDICA DAS GARANTIAS REAIS NO DIREITO BRASILEIRO

A descrição material acima realizada não encerra a tarefa assumida neste capítulo, qual seja, analisar as garantias reais enquanto meios eleitos pela LFRJ para alcançar os fins anteriormente estabelecidos. Ao contrário: é preciso que a análise descritiva prossiga, agora não mais em vista das garantias enquanto fenômeno, mas do tratamento que recebem da legislação brasileira e da doutrina jurídica.

Neste esforço, vale começar pela afirmação de que, dentro das categorias doutrinárias, as garantias reais são incluídas por autores portugueses entre as garantias especiais, que se contrapõem à garantia geral das obrigações¹²⁵. No Brasil, a garantia geral funda-se legalmente no art. 391 do Código Civil, segundo o qual todos os bens do devedor respondem pelo inadimplemento.

Enquanto uma garantia geral corresponde à sujeição genérica do patrimônio do devedor ao adimplemento da obrigação (isto é, a parte devedora responde com seu patrimônio pelo pagamento), as garantias especiais são precauções complementares que o devedor oferece ao credor. Em regra, as garantias especiais não resultam de norma geral, mas de negócio jurídico firmado entre as partes.

As garantias especiais podem ser reais ou pessoais (ou fidejussórias). Estas últimas são definidas pela vinculação de um sujeito que, inicialmente alheio ao vínculo obrigacional, passa a prestar garantia geral do cumprimento da obrigação em caso de inadimplemento pelo devedor principal¹²⁶. No Direito brasileiro, há basicamente duas espécies de garantias pessoais: a fiança e o aval.

¹²⁵ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Garantias das obrigações: relatório sobreo programa, conteúdos e métodos de ensino*. Coimbra: Almedina, 2006. P. 108.

¹²⁶ LIQUIDATO, Alexandre Gaetano. Op. cit., p. 21.

Ao presente estudo interessam muito mais, evidentemente, as garantias reais. Estas, conforme é possível deduzir de muito do até aqui exposto, implicam juridicamente do gravame de determinada coisa com o objetivo de assegurar o adimplemento de determinado liame obrigacional. Esta “segurança” no adimplemento da obrigação resulta de uma série de prerrogativas que a contratação de garantias reais concede ao credor.

Através da garantia real, confere-se ao credor o direito real de realizar o bem (ou complexo de bens) colateralizado de modo a satisfazer seu crédito, na hipótese de o devedor deixar de cumprir voluntariamente seu dever de prestação¹²⁷. Embora a sujeição do colateral ao poder executivo do credor seja a prerrogativa que de fato caracteriza as garantias reais, o Direito brasileiro concede ao credor garantido uma série de outras prerrogativas que visam assegurar a possibilidade alienação do bem gravado para quitação da dívida.

Em primeiro lugar, ainda alinhado com a concepção básica das garantias reais, há o direito à preferência sobre os demais credores. Este é, em realidade, um dos propósitos das garantias reais que, de outro modo, em nada se distinguiriam das garantias gerais das obrigações. A preferência é estipulada indiretamente pela conjugação do art. 957 e 958 do Código Civil. Enquanto o primeiro exclui os titulares legais à preferência do concurso geral de credores, o último classifica expressamente os direitos reais como “títulos legais à preferência”.

O titular de crédito oriundo de contrato com garantia real possui ainda o direito de sequela, isto é, de perseguir a coisa gravada e exercer sobre esta seus direitos reais, ainda que o devedor a tenha alienado para terceiro. Resulta, em última instância, da oponibilidade *erga omnes* de que gozam os direitos reais¹²⁸, definida por Orlando Gomes como a “eficácia de poderes e faculdades do titular do direito real em relação a todos os outros sujeitos”¹²⁹.

Por fim, dentre as faculdades jurídicas materiais proporcionadas pelas garantias reais, está o direito de retenção. Este, segundo Arnaldo da Fonseca, corresponde

¹²⁷ MESSINEO, Francesco. *Manuale di diritto civile e commerciale: codici e norme complementari; diritto delle obbligazioni (parte generale)*. 9. ed. V. III. Milano: Giuffrè, 1959. P. 63.

¹²⁸ LIQUIDATO, Alexandre Gaetano. Op. cit., p. 32.

¹²⁹ GOMES, Orlando. Significado ideológico do conceito de direito real. In: *Revereror: estudos jurídicos em homenagem à Faculdade de Direito da Bahia – 1891-1981*. São Paulo: Saraiva, 1981. P. 4.

direito do credor de manter em seu poder a coisa alheia que detenha legitimamente, além do momento em que deveria restituí-la ao devedor, até o momento da extinção do crédito. A prerrogativa é expressamente mencionada pelo art. 1.433, II, do Código Civil, quando este regula o penhor – que, por sua natureza, normalmente mantém a coisa gravada em posse do credor.

4.2.1. Garantias reais em espécie

Para a análise econômica que se concluirá no próximo capítulo, fundamental ter em vista a seguinte premissa em relação às garantias reais, conforme aqui consideradas: tais garantias asseguram ao titular do crédito prioridade sobre a liquidação do colateral para adimplemento da respectiva obrigação. Em outras palavras, aqui interessa, em última instância, compreender apenas que as ferramentas legais ora analisadas aumentam a segurança de execução de determinados credores, em detrimento da garantia geral dos demais devedores e dos ativos disponíveis do próprio devedor.

Em outras palavras, não é pertinente para o presente estudo desvendar em minúcia as características e peculiaridades de cada espécie de garantia real, exceto no que estas não coincidem com a premissa logo acima estipulada. É com este enfoque que apresentaremos brevemente as três garantias reais tradicionais – o penhor, a hipoteca e a anticrese – e discutiremos, com igual brevidade, a natureza da alienação e da cessão fiduciárias.

4.2.1.1. O penhor, a hipoteca e a anticrese

O Título XX do Livro III do Código Civil apresenta três modalidades de garantias reais: o penhor, a hipoteca e a anticrese e estabelece regras comuns às três. Neste tocante, vale destacar que somente aquele com poderes para alienar a coisa pode empenhá-la, hipotecá-la ou dá-la em anticrese.

Outra norma geral (ainda que estabelecida de forma difusa) pertinente é a necessidade de registro para que se estabeleça a eficácia da garantia¹³⁰. Na medida em que os direitos reais se opõem *erga omnes*, torna-se absolutamente necessário que sua constituição sobre o bem torne-se de conhecimento público – daí a necessidade de que a contratação da garantia seja registrada.

O instrumento de penhor comum – dentre as diversas modalidades existentes – é registrado em Cartório de Títulos e Documentos, na medida em que não há ofício cartorial próprio para bens móveis. Pois, de fato, nos termos do art. 1.431 do Código Civil, o penhor é constituído pela transferência da posse, do devedor para o credor, de coisa necessariamente móvel, que passa a ser suscetível de alienação judicial para a garantia do débito.

Recebida a coisa, o credor passa a ser seu depositário, com os deveres e responsabilidades decorrentes dessa posição. Em grande parte das modalidades especiais de penhor – especificamente nas rural, industrial, mercantil, de direitos¹³¹ e de veículos – não há transferência da posse direta da coisa, de modo que não fica o credor com os encargos típicos do depósito.

Também não há transferência da posse (nesse caso, direta ou indireta), na hipoteca, em que a garantia é dada através da vinculação de um bem imóvel¹³²(incluindo todas as suas acessões, melhoramentos ou construções), ao pagamento da obrigação. Diferencia-se a hipoteca do penhor, portanto, em dois pontos básicos: a garantia recai sobre um bem imóvel, em relação ao qual não há transferência de posse em qualquer grau.

Não havendo transferência da posse e sendo nula cláusula que impeça a alienação do bem hipotecado pelo devedor (art. 1.475 do Código Civil), a publicização da hipoteca torna-se especialmente relevante. Tal publicidade é alcançada, mediante

¹³⁰ NEVES, J.R. de Castro. As Garantias do Cumprimento da Obrigação. *Revista da Escola da Magistratura do Rio de Janeiro*, v. 11, n. 44, 2008. P. 198.

¹³¹ *Ibidem*, p. 199.

¹³² De fato ou de direito, sendo exemplos clássicos da segunda hipótese os navios e as aeronaves. O elenco de coisas sujeitas a hipoteca é estabelecido pelo art. 1.473 do Código Civil.

inscrição do gravame na matrícula do imóvel, junto ao Registro Geral de Imóveis do lugar em que está localizado o imóvel (art. 1.492).

O instituto da hipoteca vem, já há alguns anos, perdendo forças no Brasil, continuamente aproximando-se do desprestígio da anticrese¹³³. Com efeito, por diversas questões práticas, a garantia anticrética abandonou a praxe comercial e está hoje basicamente em desuso.

A obsolescência da anticrese pode ser explicada através dos custos que impõe ao credor, que passa a administrar e prestar contas acerca do bem. De fato, a anticrese é materializada por meio da transferência da posse direta de coisa imóvel para o titular do crédito, para que este a explore de modo e retenha seus frutos de modo a amortizar o débito.

Do ponto de vista econômico não nos surpreende que o instituto tenha caído em desuso. Nele, afinal, um agente que tende a possuir expertise acerca do imóvel transfere a administração deste para um credor que, potencialmente, arcará com custos diversos para desenvolver o *know-how* necessário para explorá-lo. *A priori* definitivamente um arranjo ineficiente na medida em que seria mais vantajoso, em regra, o devedor simplesmente manter o bem consigo para, com seus frutos, quitar o passivo.

Fato é que a anticrese se tornou um mecanismo exótico no Brasil já há algumas décadas. Da mesma forma, a hipoteca vem perdendo espaço em decorrência de uma série de fatores incompatíveis com negócios empresariais massificados: lentidão dos atos preparatórios, custo elevado, intervenção indevida do Poder Judiciário e uma execução lenta, com arrematações que de baixo valor¹³⁴.

O penhor sofre com o mesmo problema e, embora ainda seja uma prática comum, é cada vez menos instituído em negócios empresariais, tanto por sua limitação objetiva (onera apenas bens móveis), quanto porque impede que o

¹³³ *Ibidem*, p. 204.

¹³⁴ NEGRATO, Gustavo Scudeler. *Alienação fiduciária em garantia de bem imóvel: uma análise comparada*. 2010. Dissertação (Mestrado em Direito das Relações Sociais) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo. P. 38.

empresário permaneça usufruindo do bem empenhado¹³⁵. Atualmente, para que uma garantia assegure de forma eficiente uma operação de crédito no meio empresarial, faz-se necessário que permita o emprego eficiente do bem, além de proporcionar rapidez na liberação e recuperação do crédito¹³⁶.

4.2.1.2. A alienação fiduciária

O enfraquecimento ou insuficiência das garantias reais tradicionais fez crescer, no Brasil, uma outra modalidade de garantia: a alienação fiduciária. O instituto ingressou no país através da Lei n. 4.728/65¹³⁷. Inicialmente restrita ao mercado de capitais a operações, a alienação fiduciária foi ganhando espaço em outras áreas da Economia, sendo hoje uma das modalidades mais comuns de garantia praticada pelas instituições financeiras¹³⁸.

Alienação fiduciária é o negócio jurídico por meio do qual o devedor-fiduciante transfere em caráter resolúvel, para o credor, a propriedade de bem móvel ou imóvel, corpóreo ou incorpóreo¹³⁹. O devedor permanece na posse direta do bem dado em garantia, na condição de depositário para efeitos legais, retomando a propriedade da coisa por meio do pagamento da dívida¹⁴⁰. Trata-se de garantia real, prestada em contrato bilateral, comutativo e formal¹⁴¹.

Inicialmente, o inadimplemento da obrigação frequentemente implicava a assunção definitiva da propriedade do bem pelo credor. Com a vedação do pacto comissório, positivada pelo art. 1.365 do Código Civil, este arranjo tornou-se

¹³⁵ NEVES, J.R. de Castro. Op. cit., p. 204.

¹³⁶ NEVES, J.R. de Castro. Loc. cit.

¹³⁷ LIMA, Marcelo Chiavassa de M. P.. Breves considerações sobre a importância da alienação fiduciária em garantia e a necessidade de uma nova interpretação do pacto comissório. *Civilistica.com: revista eletrônica de direito civil*, n. 1, 2014. P. 7.

¹³⁸ Ibidem.

¹³⁹ “Uma ressalva há de fazer. Se o objeto foi um direito (bem incorpóreo), não haverá alienação fiduciária, mas cessão fiduciária; não haverá propriedade fiduciária, mas titularidade fiduciária.” (FIUZA, César. Direito Civil Curso Completo. 17ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, pag.

¹⁴⁰ LIMA, Marcelo Chiavassa de M. P.. Op. cit., p. 6.

¹⁴¹ FRANCO, Vera Helena de Mello. Contratos – Direito Civil e Empresarial. 2.ed. Revista dos Tribunais. P. 90.

impossível – diante do inadimplemento, a solução para o credor é a alienação do bem para satisfazer seu crédito, entregando ao fiduciante o saldo remanescente eventual.

Apesar das semelhanças em relação ao penhor e a hipoteca, a alienação fiduciária preserva algumas distinções em relação aos outros dois institutos, mesmo em questões práticas. Em relação exclusivamente ao penhor, além da possibilidade de alienação fiduciária de bem imóvel, a principal distinção encontra-se na ausência de transmissão necessária da posse. Essa é uma grande vantagem do ponto de vista da praxe comercial, na medida em que permite que o devedor permaneça utilizando o bem em suas atividades¹⁴².

Em relação à hipoteca – instituto cuja insuficiência para a rotina empresarial a alienação fiduciária de bens imóveis veio para suprir –, há uma distinção ainda mais significativa: a alienação (pública) do imóvel pode ser realizada extrajudicialmente. No caso específico da propriedade fiduciária de imóvel, restando infrutíferos dois leilões públicos, considerar-se-á extinta a dívida e a propriedade do imóvel fica consolidada de forma plena na pessoa do credor¹⁴³.

As alienações fiduciárias espalharam-se significativamente ao longo das últimas décadas, praticadas basicamente por instituições financeiras. E, dentro das garantias reais, é a que recebe o tratamento mais privilegiado dentro da recuperação judicial, conforme será descrito a seguir.

4.2.2. Tratamento legal concedido às garantias reais pela LFRJ: regalias para os credores?

Em contraposição ao supramencionado art. 957 do Código Civil – e ao propósito que as garantias reais assumem em teoria –, o legislador optou por relativizar a prioridade do titular de crédito com garantia real em situações de insolvência. Com

¹⁴² NEGRATO, Gustavo Scudeler. Op. cit., p. 74.

¹⁴³ Ibidem, p. 75.

efeito, tais credores são, em regra, submetidos ao plano de recuperação e ao concurso falimentar.

Nada obstante, conforme demonstrado ainda na introdução deste trabalho, o tratamento concedido às garantias reais é frequentemente visto como privilegiado pelo legislador. Isso porque a LFRJ concede, com efeito, uma série de benefícios aos credores beneficiários de garantias reais, a começar por uma classe própria na assembleia de credores da recuperação judicial (art. 41, II, da LFRJ) e por uma posição privilegiada na liquidação promovida pela falência (art. 83, II).

As instâncias privilegiadas em que esses credores são alocados não é, no entanto, o único benefício de que gozam. Nos termos do art. 124 da LFRJ, os titulares de créditos assegurados por garantia real estão entre os poucos que podem exigir, por meio do produto dos bens que constituem a garantia, juros vencidos após a decretação da falência.

Além disso, tanto na recuperação judicial quanto na falência (art. 163, §4º), a “alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia”, conforme literalidade dos arts. 50, §1º, e 163, §4º, da LFRJ. É dizer que o colateral permanecerá gravado mesmo quando alienado, a menos que de outro modo permitido pelo credor. Em uma eventual alienação de ativos em bloco, inclusive, o bem colateralizado deverá ser avaliado separadamente (art. 108, §5º), de modo a conservar o valor ao qual se limita o privilégio de credor garantido dentro do concurso falimentar.

O art. 49, §5º, da LFRJ, por seu turno, estabelece que, na hipótese de a garantia real recair créditos ou aplicações financeiras – isto é, os recebíveis do devedor –, os valores correspondentes deverão ser depositados em conta judicial, até que a garantia real venha a ser substituída ou renovada. Conforme dispositivo mencionado logo acima, esta circunstância somente se concretizaria com a anuência do credor, de modo que, na prática, fica preservado (e até fortalecido) o poder de influência que, como visto na primeira parte deste capítulo, a contratação da garantia oferece ao credor.

Além da tutela concedida aos ativos financeiros oferecidos como garantia, o §3º do mesmo art. 49 exclui da recuperação judicial o credor proprietário fiduciário de bens

móveis ou imóveis. São os credores garantidos através de alienações ou cessões fiduciárias – garantias reais, ao menos dentro de uma perspectiva material e para fins deste trabalho, nos termos dos argumentos anteriormente empregados.

A análise dos benefícios elencados permite verificar que o legislador não estabeleceu, através dos privilégios que concedeu aos credores contemplados com garantias reais na insolvência empresarial, direitos excepcionais em relação ao regramento geral. Ao contrário, o que a LFRJ propõe é uma mitigação da preferência que tais credores possuíam em uma situação outra, que não a crise financeira empresarial, compensando-o com arranjos que simulam parcialmente os benefícios dos direitos reais que possuíam.

A discussão em torno da posição que os titulares de créditos oriundos de contratos com garantia real assumem na LFRJ, portanto, não decorre de privilégios que teriam sido estabelecidos pela legislação falimentar, com o intuito desta de privilegiar instituições financeiras. Se há um regimento jurídico orientado ideologicamente para o benefício de bancos, este é estabelecido pelo regramento falimentar, através do direito de preferência genericamente concedido aos titulares de direitos reais pelo art. 957 do Código Civil.

As críticas como as de Bezerra Filho constituem, por consequência, um ataque contra as próprias garantias reais ou, ao menos, uma exigência positiva por uma mitigação ainda mais rigorosa dos direitos reais desses credores, na ocasião da crise empresarial. No próximo capítulo, ao avaliarmos normativamente o regimento falimentar e recuperacional, avaliaremos demandas semelhantes – com argumentos muito mais fortes do que a supressão de regalias supostamente concedidas pela LFRJ às instituições bancárias.

5. ANÁLISE ECONÔMICA DO TRATAMENTO LEGAL DADO ÀS GARANTIAS REAIS NA FALÊNCIA

O propósito do capítulo que aqui se inicia, em que se realiza uma análise normativa do tratamento concedido às garantias reais pela LFRJ, é finalmente estabelecer a eficiência das opções legislativas descritas no capítulo anterior. Conforme diversas vezes reiterado, busca-se avaliar a pertinência econômica da relativa proteção concedida às garantias reais pela legislação falimentar e recuperacional, frente aos propósitos que anteriormente imputamos a essas normas.

Durante o trabalho, demonstrou-se que os promotores da LFRJ defendiam de forma recorrente que a legislação então implementada seria eficiente em decorrência da redução dos juros praticados no mercado, que resultaria das inovações legais implementadas. E há de fato, como ficará demonstrado à frente, um impacto da proteção dada às garantias reais sobre os juros.

Contudo, além da natural dificuldade de se avaliar a extensão desta implicação, a minoração dos *spreads* não é de modo algum a única consequência econômica da prioridade dos créditos oriundos de contratos com garantia real. Em realidade, uma análise da eficiência do atual arranjo falimentar não poderia considerar apenas os efeitos sobre as taxas de juros, sob pena de ignorar *drawbacks* que a prioridade impõe sobre os demais agentes envolvidos.

Como será visto, são diversos os elementos consequenciais a serem analisados para se determinar a eficiência da opção legislativa. Neste capítulo, buscar-se-á realizar justamente uma extensa análise das implicações econômicas do privilégio legal concedido aos credores da massa falida resguardados por colaterais de natureza real.

Em um primeiro momento, será brevemente apresentada a relação entre a prioridade dos credores cobertos por garantias e os juros. Neste tocante, serão trazidos os fundamentos elementares que, a partir de um método lógico-dedutivo, justificam a tese de queda dos juros frente ao privilégio dos credores garantidos por bens dos devedores. Ainda em consideração aos efeitos da proteção dos fornecedores de crédito no sistema falimentar sobre os juros, buscar-se-á identificar indicadores práticos da eficiência da constituição de garantias reais.

Na sequência, abordaremos a discussão em torno da eficiência da proteção dos *secured credits* frente à situação aos credores quirografário e “não-ajustáveis”, de quem valor seria transferido de forma a ocasionar uma ineficiência Kaldor-Hicks. Logo em seguida, contudo, será apresentada uma percepção diametralmente contrária – indicando a eficiência da prioridade das garantias em qualquer cenário, especialmente em crises financeiras –, capaz de estabelecer definitivamente uma posição em relação à eficiência da prioridade das garantias em momentos de insolvência.

5.1. PROTEÇÃO DAS GARANTIAS REAIS NA FALÊNCIA E TAXA DE JUROS

Ao tratar da relação entre a análise econômica do direito e a falência empresarial, o Professor Allan Schwartz apontou uma mudança interessante na abordagem dos pesquisadores de Direito e Economia. Inicialmente, os estudos na área se dedicavam ao período iniciado quando a empresa experimentava dificuldades financeiras. O enfoque moderno, por outro lado, dedica-se também a um momento que pode anteceder qualquer crise: a contratação de empréstimos¹⁴⁴.

Na visão de Schwartz, atualmente o foco principal dos economistas em relação ao processo de falência é a antecipação dos *payoffs* que o sistema falimentar geraria em eventual quebra¹⁴⁵. Uma análise, diga-se de passagem, perfeitamente alinhada com a investigação proposta neste trabalho.

5.2. IMPACTO DA FALÊNCIA SOBRE A TAXA DE JUROS

Estabelecer a existência de um impacto da proteção dos credores com garantias reais sobre as taxas de juros¹⁴⁶ praticadas é simples e até mesmo intuitivo. Em última

¹⁴⁴ SCHWARTZ, Allan. The Law and Economics approach to corporate bankruptcy. *Revista de Direito Bancário*, vol. 36, 2007. P. 29.

¹⁴⁵ *Ibidem*.

¹⁴⁶ Embora elementar (ou, talvez exatamente, por isso), vale definir o conceito de taxa juros, na clássica concepção de Irving Fisher: “o percentual calculado como prêmio sobre determinada quantia, em consideração ao valor a ser devolvido em determinado momento no futuro”. Fisher lembra que “taxa de

instância, trata-se unicamente de perceber que o credor buscará ratear os custos do empréstimo e o lucro pretendido entre todos os devedores a partir de uma expectativa de retorno¹⁴⁷ – ou seja quanto menos os devedores tendem a adimplir suas dívidas, maiores serão os juros cobrados dos demais mutuários.

5.2.1. Inadimplência e juros

Em ilustração primária, suponhamos que uma instituição financeira realize empréstimos no valor de R\$ 1.000,00 para dez corporações distintas, com custo e margem de lucro que durante o período somam 10% do montante – ou seja, R\$ 100. Em outras palavras, na data do vencimento, o devedor deverá à financeira o total de R\$ 1.100,00.

Imaginemos, por outro lado, que um dos credores vá à falência em um cenário em que a legislação deixe o credor descoberto, independentemente da existência de garantia. Nesse caso, para reaver o seu capital inicial acrescido de 10%, a instituição financeira deverá obter o valor total pretendido – R\$ 11.000,00 – de apenas nove credores, de modo que cada um terá que desembolsar R\$ 1.222,22, passando os juros cobrados a representar 22,2% do mútuo.

É possível perceber a importância de que instituições responsáveis pela distribuição de crédito tenham os retornos efetivamente contratados com seus devedores. No exemplo elaborado acima, a inadimplência de um entre dez credores foi capaz de mais do que dobrar os juros cobrados aos demais agentes.

Note-se ainda que, caso uma regra de prioridade permitisse ao banco reaver metade de seu crédito, a instituição teria o retorno pretendido cobrando uma taxa de 15,8%. Mesmo a liquidação apenas parcial da garantia significaria, no caso ilustrado, uma redução substancial dos juros pagos pelos demais *players*.

juros” e “juros” não se confundem, sendo este último o efetivo valor resultante da aplicação da taxa de juros sobre o capital inicial. Sobre este tema: FISHER, Irving. *The Theory of Interest*. New York: The Mcmillan Company, 1930. P. 18.

¹⁴⁷ CARVALHO, Antonio Gledson de. Lei de Falência, Acesso ao Crédito Empresarial e Taxas de Juros no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 25, pp. 131-153, 2005. P. 136.

5.2.2. Expectativa de recuperação frente à insolvência e juros

Em exercício bem mais elaborado¹⁴⁸, o Professor Schwartz apresenta expressão algébrica da existência de impacto da proteção dos mutuantes sobre os juros. Para isso, o economista sugere que consideremos um projeto que exigiria um investimento além das capacidades financeiras para ser implementado.

Para conceder o crédito, o credor exige a devolução de um valor P (necessariamente superior o crédito, na medida em que equivaleria a este acrescido de juros e custos de transação) em caso de êxito da empreitada. O projeto possui uma probabilidade que chamaremos s de obter sucesso, pelo que as chances de fracasso podem ser expressas como $1-s$. Consideremos que os ativos do empresário somam v e que os custos de um eventual processo de falência (frente ao fracasso do projeto) somariam c .

A expectativa do valor que o credor pode esperar ser devolvido (E) pode ser estimada, portanto, pelas chances de sucesso multiplicadas pelo valor máximo pago, somada às chances de fracasso graduada pelo valor máximo que o mutuante poderia obter em uma eventual falência, isto é, $v - c$. Em termos algébricos: $E = sP + (1-s).(v-c)$. É dizer, por consequência que o valor de P será igual a $E - (1-s).(v-c)$ dividido por s .

Note-se, no entanto, que $v - c$ corresponde ao valor recuperado apenas em um cenário em que haja total prioridade para os fornecedores de crédito. Em nossa atual legislação falimentar, distinguindo-se de outros ordenamentos, não existe *full priority* concursal mesmo para os credores que vincularam o empréstimo a garantias reais, que receberão suas parcelas após a quitação das dívidas trabalhistas – t –, nos termos limitados pela legislação. Desse modo, a expressão simplificada para a expectativa de retorno do credor com garantia real, no Brasil, corresponde a $E = sP + (1-s)(v-c-t)$ ¹⁴⁹.

¹⁴⁸ SCHWARTZ, Allan. Loc. cit.

¹⁴⁹ ARAUJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno. A nova Lei de Falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 36, n. 2, 2006. P. 221.

Nada obstante, a conclusão é mesmo a de que, quanto maior a expectativa de recebimento em uma possível falência – aqui representada como $(1-s)(v-c-t)$, reitera-se –, menor será o valor de P e, por consequência, da expectativa de retorno. Quanto maior a garantia de devolução do valor na falência, portanto, menor o custo do empréstimo¹⁵⁰. Perceba-se que, em uma situação de prioridade relativa como a adotada por nossa legislação, o retorno dos credores pode despencar para zero, aumentando sensivelmente a taxa de juros para as demais firmas, conforme demonstrado anteriormente.

Em um cenário em que o credor dispôs do crédito mediante a contratação de garantia de natureza real capaz de quitá-lo integralmente, por outro lado, t e c seriam excluídos da equação na medida em que não mais haveria prioridade pelos credores trabalhistas e custos falimentares significativos a serem enfrentados. Afinal, o mutuante não participaria efetivamente do concurso, mas tão somente liquidaria os colaterais.

Se o investimento inicial acrescido dos juros estiver inteiramente garantido, então a chance de sucesso ou fracasso do projeto passa a ser irrelevante. Mesmo em um estado de insolvência o valor recuperado pelo credor será o total prometido ao tempo da contratação do mútuo, isto é, $E = P$. A insolvência, nesse caso, não afeta por consequência, o valor da taxa de juros praticada por credores cobertos por garantias reais.

Esta constatação leva Schwartz a defender que, partindo da premissa de que a legislação falimentar deve facilitar a criação e circulação de riquezas, o Direito deve fornecer estruturas que permitam a maximização do retorno dos credores em caso de falência¹⁵¹. Essa conclusão, contudo, não serve necessariamente à defesa da prioridade das garantias reais na medida em que, conforme alegam seus detratores, o mecanismo favorece o credor garantido em desfavor dos demais.

5.3. TAXA DE JUROS, “PELE EM JOGO” E MAXIMIZAÇÃO DE RIQUEZAS

¹⁵⁰ Esta conclusão é alcançada tanto em SCHWARTZ, Allan. Op. cit., quanto em ARAUJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno. Op. cit., após exercícios idênticos.

¹⁵¹ SCHWARTZ, Allan. Op. Cit., P. 49.

É absolutamente consensual, entre autores de Economia e Finanças, que os baixos custos de alavancagem maximizam as chances de sucesso de um projeto e que o sucesso empresarial resulta na maximização das riquezas sociais¹⁵². Não existe controvérsia acerca da relação inversa entre juros e ampliação de riquezas, ao menos no curto prazo¹⁵³. Para além desse consenso científico, é possível intuir uma relação entre a maximização de riquezas e o preço cobrado pelo dinheiro dedicado a financiamentos.

De fato, se os juros cobrados são relativamente baixos, então é possível presumir que a análise realizada pelos credores concluiu que o negócio tende a gerar lucro. É dizer que as riquezas empregadas na atividade empresarial possuem menor utilidade para os consumidores do que o produto entregue pela entidade – afinal, é isto que sinaliza o fato do preço dos recursos consumidos ser menor do que aquele dos produtos finais¹⁵⁴.

Dentro de uma análise de incentivos, é seguro afirmar que se os juros cobrados são de fato baixos, então existe uma expectativa para a instituição financeira de que as chances de sucesso do negócio são maiores do que as de que o credor precise buscar recuperar seu investimento em um processo de falência – ou seja, de que $sP > (1-s)(v-c)$. Em suma: sempre que empresta dinheiro a um custo baixo, o financiador assume a empreitada será lucrativa e devolverá para os consumidores um bem com preço superior aos insumos utilizados.

Embora este argumento pareça pouco técnico frente ao raciocínio lógico-matemático até aqui empregado, não se pode de forma alguma ignorar a importância dos indicadores decorrentes do comportamento dos *players* que atuam com “a pele

¹⁵² ASSAF NETO, Alexandre. A dinâmica das decisões financeiras. Caderno de Estudos, n. 16, São Paulo, 1997. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S1413-92511997000300001>>

¹⁵³

¹⁵⁴ É neste sentido a célebre afirmação de Milton Friedman de que, dentro das “regras do jogo”, a principal responsabilidade social do empresário é ampliar seus lucros. FRIEDMAN, Milton. The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*. 13 set. 1970. P. 12. Frequentemente mal compreendida e colocada fora de contexto, a afirmação indica justamente que, se seguirem as normas estabelecidas para o mercado, os empresários contribuirão para sociedade justamente na medida ampliar a utilidade dos insumos que utilizam para os consumidores. O valor agregado pelos empresários aos bens que consomem em sua atividade empresarial representa justamente o lucro que terão.

em jogo”. É neste sentido que Nassim Taleb lembra a importância de manter o conhecimento desenvolvido “em contato com o chão”¹⁵⁵.

As análises acadêmicas, pautadas em modelos conceituais ou puramente racionais são indiscutivelmente fundamentais para a compreensão dos efeitos de determinado arranjo econômico, como até aqui se tem defendido e aplicado. Não menos valiosos, contudo, são os sinalizadores provenientes da experiência prática, da tentativa e do erro subsequentes – enfim, da exposição às consequências (negativas ou positivas) das escolhas realizadas¹⁵⁶.

Percebamos que as entidades mutuantes são os *players* que, assim como seus devedores, efetivamente atuam com “a pele em jogo” quando estipulam a taxa de juros a ser cobrada. Uma taxa de juros baixa quando as chances de lucro do projeto financiado são pequenas significa um prejuízo para a instituição financeira que poderá significar a demissão dos analistas e gerentes envolvidos na decisão de financiar a empreitada fracassada.

As instituições fornecedoras de crédito são análogas, portanto, ao gigante Anteu¹⁵⁷ em pleno contato com o chão, estabelecendo o preço do dinheiro com base em um *pathemata mathemata* que não pode ser inteiramente reproduzida por modelos científicos¹⁵⁸. Entende-se aqui, portanto, que além de um estimulador da produção de riquezas, o preço do crédito é um termômetro para a capacidade da própria atividade financiada de gerar lucros e, assim, maximizar a utilidade para os consumidores.

Há, certamente, argumentos mais fortes dentro do *mainstream* econômico para demonstrar a relação indireta entre taxa de juros e maximização de riquezas. Irving Fisher de algum modo corrobora com a noção talebiana, ao constatar que um capitalista tenderá a priorizar, entre as opções dadas, aquelas com a maior chance

¹⁵⁵ TALEB, Nassim Nicholas. *Skin in the game: Hidden Asymmetries in Daily Life*. Londres: Penguin Books, 2018. P. 18.

¹⁵⁶ Ibidem, p. 91.

¹⁵⁷ Da mitologia grega: gigante que, sendo filho de Gaia, retirava suas forças do contato com o solo.

¹⁵⁸ Evidentemente, refere-se aqui ao crédito fornecido dentro da rotina mercadológica. Existem diversas variáveis que, a partir de estímulos exógenos em relação ao mercado, podem colaborar para diminuição do preço do crédito, a começar por programas de incentivo ao crédito e políticas monetárias pró-consumo. Como qualquer outra variável, a expectativa de lucro do financiador deve ser pensada de modo ideal e isolado para que sinalize a tendência de maximização de riquezas do projeto que financia.

retorno – e, portanto, de viabilidade do projeto¹⁵⁹. Devido a isso, há uma relação entre a possibilidade de sucesso do negócio e a motivação de alguém com a pele em jogo de financiá-lo.

Por outro lado – talvez mais pertinente ao presente trabalho –, Fisher demonstra também a relação inversa (e possivelmente mais óbvia) de que juros baixos colaboram para a criação de riquezas. Para isso, ele oferece o exemplo de um Fazendeiro que possui um charco e pondera acerca das formas de lucrar explorando o terreno alagadiço¹⁶⁰.

A opção inicial do Fazendeiro, por certo, é simplesmente manter o charco intacto, alugando-o de modo a ganhar US\$ 50,00 por ano. O Fazendeiro, contudo, compreende que, investindo R\$ 100,00 por ano para a drenagem do terreno, poderá aumentar seus ganhos em US\$ 25,00. Caso os juros praticados no mercado sejam de US\$ 5 por ano, será certamente lucrativo para o Fazendeiro obter um empréstimo para ampliar seu ganho anual em US\$ 20,00.

Suponhamos agora que, com novo investimento de US\$ 100,00 por ano para terraplenar o antigo charco, o Fazendeiro ampliará seus ganhos em US\$ 15,00 e que, com um terceiro investimento de idêntico valor para iniciar um cultivo de algodão, ganhará US\$ 10,00 a mais por ano. Consideremos que o aumento do faturamento do Fazendeiro decorrente de novos investimentos de US\$ 100,00 continue decaindo – US\$ 5,00, depois US\$ 3,00, US\$ 1,00, US\$ 0,50 e assim sucessivamente, cada vez mais próximo de um ganho zero.

Na melhor das hipóteses, o Fazendeiro que vise o lucro somente aumentará seus gastos anuais em até US\$ 400,00. Qualquer gasto acima disso o trará prejuízo, na medida em que os juros que pagará pelo capital serão superiores aos ganhos resultantes – e será mais rentável deixar de obter empréstimos ou, caso detenha o capital, deixá-lo investido para obter o retorno de US\$ 5,00.

Caso a taxa de juros seja reduzida para US\$ 1,00, o Fazendeiro poderá investir até US\$ 600,00 – possivelmente ampliando a quantidade de algodão produzido ou tornando seu plantio mais sustentável. Em outras palavras, é a taxa de juros que

¹⁵⁹ IRVING, Fisher. Op. cit., p. 154.

¹⁶⁰ Ibidem, p. 167-168.

determinará em o quanto o Fazendeiro investirá para tornar o uso de seu terreno mais eficiente. É neste exato sentido que conclui Fisher, em passagem que, embora extensa, vale a leitura direta:

In other words, the exact degree of intensity with which he will improve and cultivate his land is determined by the current rate of interest. Should the rate of interest in the market fall from the 5 per cent just assumed to 2 per cent, it would then pay him to invest the MTh \$100. For, evidently, if need be, he could borrow \$100 at 2 per cent and receive from his land a return of 3 per cent. As Raie has 80 clearly pointed out, in communities where the rate of interest is low, swamps will be more thoroughly improved, roads better made, dwellings more durably built, and all instruments developed to a higher degree of efficiency so as to yield a lower marginal return over cost than in a community where the rate of interest is high¹⁶¹.

Fica claro, portanto, o fundamento econômico da noção de que a diminuição dos juros contribui para a ampliação de riquezas sociais. De fato, conforme elucidou Fisher, a maximização de utilidade decorrente da queda dos juros alcança não apenas do mutuante ou os players diretamente envolvidos, mas a toda comunidade que usufrui por serviços e estruturas implementados de forma mais eficiente.

Analisando o tratamento legal das garantias reais na falência e na recuperação judicial com base apenas no quanto levantado até o momento, seria impositivo concluir o legislador fez opções eficientes do ponto de vista de Pareto e de Kaldor-Hicks. Mais do que isso: obteve sucesso em proteger o crédito e, no que pertine, promover a preservação das empresas.

A relação entre maximização de riquezas e baixas taxas de juros não é suficiente, contudo, para determinar que a prioridade das garantias reais é de fato eficiente, ainda que contribua para a queda dos juros praticados. De fato, pouco eficiente será a queda de juros que decorra da diminuição de utilidade (i.e., perda de valor) por outros agentes – justamente o que ocorreria segundo os antagonistas da prioridade dos créditos garantidos.

Nas próximas páginas, adentrar-se-á na segunda parte da análise econômica aqui proposta – possivelmente em seu âmago. Será analisado em que medida a queda de juros proporcionada pela contratação de garantias reais de fato maximiza

¹⁶¹ Ibidem, p. 167-168.

as posições dos agentes no mercado ou tem seus efeitos positivos decorrentes da transferência de valor de *players* desprotegidos para aqueles diretamente envolvidos com a constituição das garantias.

5.4. GARANTIAS REAIS E PERDA DE VALOR PELOS CREDORES QUIROGRAFÁRIOS

A análise até aqui desenvolvida demonstrou que a proteção dada aos créditos amparados por garantias, na recuperação judicial e na falência, colabora para a diminuição dos juros praticados no mercado. Constatou-se ainda que, por consequência, os privilégios dados a esses credores tendem a resultar na maximização de riquezas para a sociedade. Neste tópico, buscar-se-á demonstrar, por fim, que adoção de um sistema de proteção às garantias é definitivamente eficiente, mesmo em consideração aos credores quirografários.

De fato, os resultados positivos da diminuição dos juros não permitem concluir, *a priori*, pela pertinência da proteção concedida aos créditos garantidos pela LFRJ. Para que possamos considerar a preservação da prioridade concursal desejável do ponto de vista econômico, é necessário considerar as externalidades da oneração de um ativo (incentivada pela prioridade na falência) que recaem sobre os demais credores.

5.4.1. A subordinação involuntária e a transferência de valor dos credores não-ajustáveis

Entre toda a literatura recolhida ao longo da pesquisa aqui exposta, nenhuma obra é tão contundente na construção de um argumento contra a prioridade concursal dos credores amparados por garantias quanto o emblemático *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, de Lucian Arye Bebchuk e Jesse M. Fried. Ainda nas primeiras páginas do escrito, os autores fazem uma ponderação

pertinente: a prioridade das garantias permite que o devedor estabeleça subordinação para seus credores¹⁶².

Do ponto de vista jurídico, a observação é relevante e não parece possuir uma resposta à altura. Assim como o Título 11 do *U.S. Code*, a LFRJ não faculta ao devedor “contratar” com seus credores uma prioridade na falência. Nada obstante, a contratação de garantias em instrumento particular é suficiente para burlar qualquer vedação neste sentido¹⁶³. Perceba-se que o art. 83 da LFRJ, em regra, estabelece a classificação com base na natureza do crédito ou em qualidades pessoais dos credores – excluídas as prioridades dos créditos garantidos, nenhum critério de classificação estipulado depende unicamente de ato negocial entre o devedor e o credor.

Esta situação parece criar um problema de isonomia dentro do concurso falimentar, na medida em que permite ao devedor estabelecer contratualmente preferência de determinados credores no processo falimentar em relação, no mínimo, aos quirografários. Problema maior do ponto de vista prático reside, contudo, no fato de que a maioria dos demais credores não são capazes de ajustar suas posições frente à contratação de garantias pelo devedor.

Com efeito, na medida em que a eficácia da garantia real – e de diversas outras – depende de registro em cartório, novos credores poderão em regra negociar suas posições de modo a refletir a subordinação em eventual falência. Detentores de crédito decorrentes de contratos que preveem a alteração ou renegociação de suas cláusulas frente ao gravame de bens pelo devedor também poderão ajustar os termos de modo a refletir a subordinação involuntária.

No entanto, os credores “não-ajustáveis” são certamente a esmagadora maioria. Créditos resultantes de responsabilização civil do devedor, créditos fiscais, créditos cujo valor não justifica a consulta a registros cartorários, créditos oriundos de contratos com termos fixos – em nenhum desses casos, conforme será detalhado à frente, o

¹⁶² BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy. *The Yale Journal*, v. 105, p. 857-934, 1996. P. 869.

¹⁶³ ROGERS, James S. The Impairment of Secured Creditors' Rights in Reorganization: A Study of the Relationship Between the Fifth Amendment and the Bankruptcy Clause. *Harvard Law Review*, v. 973, 1983. P. 96.

credor é capaz de ajustar sua posição aos custos da subordinação a que foram submetidos¹⁶⁴.

Aparentemente mais grave do que o privilégio formado contratualmente, sem o consentimento dos credores não-ajustáveis (que passam a ser subordinados em relação ao credor garantido), é o fato de que a prioridade concedida à garantia retira dos quirografários ativos em que possam se amparar em eventual falência¹⁶⁵. Na medida em que um ativo é comprometido para fins de garantia, demais credores não poderão executá-lo e contarão com um rol menor de possibilidades para recuperar o próprio crédito.

Esta constatação certamente conduz à ideia de que a prioridade das garantias, na recuperação ou na falência, tende a estabelecer um cenário de ineficiência, tanto de Pareto quanto de Kaldor-Hicks. Afinal, duas partes capazes de transferir valor de um terceiro sem o consentimento deste tenderão a fazê-lo, ainda que haja um “decréscimo de valor” no geral¹⁶⁶.

5.4.1.1. *Os credores não-ajustáveis*

Em um cenário em que todos os credores sejam capazes de ajustar os termos de seu contrato à oneração de um ativo do devedor, não haveria qualquer dilema acerca da eficiência das prioridades concedidas a garantias na recuperação e na falência. Não haveria, de fato, qualquer externalidade capaz de representar um custo significativo para os demais credores.

Assumamos que todos os demais credores do devedor sejam “voluntários” e tenham seus créditos decorrentes de contratos firmados em momento posterior à celebração de qualquer garantia – ou, ainda, que todas as contratações firmadas anteviessem a possibilidade repactuação frente ao gravame de bens do devedor. Consideremos também que todos os créditos estabelecidos sejam relevantes a ponto

¹⁶⁴ SIEBRASSE, Norman. *A Review of Secured Lending Theory*. New Brunswick: World Bank, 1997. P 60-61.

¹⁶⁵ *Ibidem*, p. 60.

¹⁶⁶ BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. *Op. cit.*, p. 870.

de justificar o monitoramento, pelos credores, das garantias registradas sobre os bens do mutuário.

Neste cenário ideal, não seria possível a transferência de valor dos demais credores pelo devedor e o credor garantido. Afinal, os quirografários ajustáveis poderiam sempre estabelecer sua posição de acordo com o efetivo patrimônio do devedor – frente à oneração de um bem, os credores desamparados responder com um aumento da taxa de juros cobrada, transferindo a perda líquida para o credor¹⁶⁷.

Em diversos aspectos, no entanto, este não é um cenário que reflita a realidade. Conforme mencionado anteriormente, existem uma série de credores que não são capazes de ajustar suas posições frente à redução de patrimônio disponível do devedor.

5.4.1.1.1. Créditos “involuntários”: reparações civis e os débitos fiscais

A “não-ajustabilidade” de um credor decorre frequentemente de sua posição “involuntária” – *i.e.*, aqueles cujos créditos não são formados de maneira pactuada ou a partir de um ato volitivo, mas por imposição ou nos termos de uma norma supra contratual. Neste tocante, os exemplos mais claros são os créditos decorrentes de um dever de reparação civil e os créditos fiscais.

Toda a literatura colhida ao longo da presente pesquisa acerca deste ponto específico caminhou no sentido de ratificar a transferência de valor que a prioridade garantias gera sobre detentores de créditos oriundos da responsabilização civil do devedor¹⁶⁸. Na medida em que este tipo de crédito é formulado a partir de um estatuto legal, seu titular não é capaz de ajustar seus termos a uma eventual alteração do estado de solvência do credor.

¹⁶⁷ Ibidem, p. 870.

¹⁶⁸ SCOTT JR., James H. Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, V. 32, N. 1, mar. 1977. P. 32. No mesmo sentido: LOPUCKI, Lynn M. The Unsecured Creditor's Bargain. *Virginia Law Review*, V. 1887, 1994. P. 80.

A situação desta espécie de credor é especialmente delicada, na medida em que a ele não é facultado ajustar sua posição mesmo que seu crédito seja constituído após a oneração dos bens do credor. Não por outra razão, há economistas que defendam a prioridade desses créditos sobre aqueles protegidos por garantias¹⁶⁹.

Embora créditos decorrentes de reparações civis possam vir a ter uma participação significativa em um processo de falência, os montantes de suas reivindicações dificilmente alcançam aquelas realizadas por um segundo tipo de credor não-ajustável: o Estado. Grande parte das quebras decorrem, em realidade, justamente do endividamento do empresário frente ao Fisco ou agências governamentais variadas¹⁷⁰.

Assim como os créditos decorrentes da responsabilidade civil do devedor, os créditos fiscais são também são definidos a partir de normas legais pré-determinadas, que não tomam a estrutura de capital do empresário e os respectivos ativos gravados. Trata-se, de fato, de um credor não ajustável¹⁷¹, que sofre uma perda de valor do seu crédito quando um bem de natureza real é onerado pelo contribuinte.

De fato, no ordenamento brasileiro, apenas as garantias reais firmadas pelo devedor afetam o crédito fiscal em caso de insolvência, na medida em que os credores amparados pelas demais garantias estão em uma ordem inferior na classificação do art. 83 da LFRJ. Na recuperação judicial também não há qualquer prejuízo para o Estado, visto que os débitos tributários ficam excluídos do plano recuperacional.

Nada obstante, na medida em que são volumosos os créditos garantidos por meio da oneração de bens de natureza real, é certo que a posição dos credores públicos fica substancialmente prejudicada em eventual processo de falência pelo devedor. Da mesma forma, os detentores de créditos oriundos da responsabilização civil do falido ficam em uma posição extremamente frágil após a liquidação dos débitos que lhe são prioritários.

¹⁶⁹ ADLER, Barry E. A World Without Debt. *Washington University Law Quarterly*, V. 811, N. 3, 1994. P. 72.

¹⁷⁰ PACHECO, José da Silva. *Processo de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência*. 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2013. P. 262.

¹⁷¹ BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Op. cit., p. 884.

5.4.1.1.2. Credores voluntários de pequenas montas

Conforme estabelecido acima, os credores voluntários cujas contratações aconteceram após o gravame têm em regra a chance de ajustar os termos do contrato ao patrimônio disponível do devedor. Desse modo, são capazes de estipular seus juros com base na possibilidade de recuperação do crédito em eventual falência da outra parte.

Mesmo entre os credores voluntários tardios, no entanto, há um grupo que é não-ajustável: os que possuem créditos de pequena monta, a exemplo de clientes, empregados, fornecedores menores ou mesmo fornecedores de microcrédito. Para esses agentes, a depender dos vultos envolvidos, os custos informacionais podem ser excessivos.

O passivo gerado por esses débitos de pequena monta é, sem dúvida alguma, substancial para a maioria dos empresários, de modo a justificar esforços organizacionais e estruturas de governança para administrá-los. Para cada um dos respectivos credores individualmente, contudo, este tipo de crédito não é capaz de sustentar uma avaliação dos ativos do devedor.

De fato, não é raro que o valor do crédito não justifique uma pesquisa frente às repartições registras para apurar a existência de ônus ou gravame sobre os bens do devedor. Mais do que isso: as informações obtidas frente a esses órgãos são frequentemente limitadas, o que dificulta ou mesmo impossibilita a apuração da situação patrimonial do devedor pelos credores mais modestos¹⁷².

Com efeito, a avaliação de crédito é atividade complexa e que exige especialização ou sofisticação organizacional que mesmo algumas financeiras não possuem. Para o credor pessoa física ou pequeno comerciante, os benefícios de monitorar a disponibilidade dos ativos do devedor são, frente ao custo, completamente desprezíveis.

Desse modo, o empresário tem plena consciência de que onerar mesmo a totalidade de seus bens não irá significar maiores juros por partes dos detentores de

¹⁷² Neste sentido: BAIRD, Douglas G. Notice Filing and the Ostensible Ownership. *Journal of Legal Studies*, v. 12, 1983.

créditos de menor monta. Os custos informacionais tornam os credores mais modestos não-ajustáveis, ainda que a posição destes permita *a priori* o ajuste.

5.4.1.1.3. Credores voluntários prévios

Por fim, são não-ajustáveis também os detentores de créditos – inobstante o montante – oriundos de contratos anteriores à constituição de garantias sobre ativos do devedor. Na medida em que os termos contratados são fixos, o credor prévio não será capaz de ajustar sua posição ao aumento do risco decorrente da inscrição de gravame de bens significativos do devedor, independente de quão sofisticada seja sua estrutura de avaliação de crédito¹⁷³.

É bem verdade que esses credores têm a faculdade de estabelecer cláusulas contratuais que obrigam a renegociação do contrato face à disposição de ativos substanciais ou mesmo que vedem completamente a constituição de garantias pelo devedor sobre seus bens. Há, no entanto, certos custos que frequentemente inibem esta estratégia.

De fato, para que um empresário concorde com uma cláusula que o proíba de dispor de seus bens, juros mais atrativos deverão ser oferecidos como contrapartida. Por outro lado, o mutuante tem pouco interesse em comprometer seus ganhos em favor de uma exigência que dificilmente poderá ser monitorada. A sociedade empresária em crise terá enormes incentivos para burlar uma convenção desta natureza, enquanto os custos para monitorá-lo serão frequentemente proibidos para o credor¹⁷⁴.

A estrutura de incentivos torna também incomuns as cláusulas que impõem uma renegociação dos juros em caso de comprometimento de ativos do devedor. Conforme explicam Hideki Kanda e Saul Levmore, a estipulação de uma cláusula nesse sentido implicaria um maior custo de transação, na medida em que se teria que

¹⁷³ BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Op. cit., p. 888.

¹⁷⁴ ADLER, Barry E. Op. cit., 23.

negociar não apenas a taxa de juros para o empréstimo, mas o nível em que esta cresceria frente à oneração de ativos do mutuário¹⁷⁵.

Os autores apontam ainda que, para além do aumento dos custos de transação, a execução deste direito pelo credor cairia no mesmo problema apontado para cláusulas que vedam posterior gravame de bens: o monitoramento pode ser dispendioso e complicado. Em síntese, “um arranjo com taxa de juros variável é teoricamente interessante, mas provavelmente impraticável”¹⁷⁶.

Entende-se aqui que é plausível o argumento de que os credores prévios e mesmo os detentores de pequenos créditos, ainda que não-ajustáveis em decorrência dos custos envolvidos, podem tratar a imposição de gravames como qualquer outro risco e precificá-lo na estipulação dos juros. Nesse caso, dificilmente se poderia argumentar que valor lhes é retirado quando da inscrição de gravame sobre ativos do devedor.

Há, no entanto, uma possível externalidade que torna altamente complexa a estipulação do risco envolvido para esses credores voluntários não ajustáveis: conforme já sugerido acima, o devedor garantido não apenas poderia vir a transferir valor de seus credores não-ajustáveis, como teria incentivos para tanto. Isto é: a prioridade das garantias na falência estimularia o empresário a onerar seus bens e, assim, prejudicar a recuperação de crédito dos credores não garantidos.

5.4.1.2. *A prioridade das garantias na falência e o estímulo para o devedor onerar seus bens*

Bebchuk e Fried propõem um exercício¹⁷⁷ que, com algumas adaptações, reproduzimos aqui: imagine-se que a corporação Empresa está negociando um contrato de mútuo no valor de R\$ 1.000.000,00 com a instituição de crédito Banco. Suponha-se ainda que dois credores não-ajustáveis tenham já emprestado R\$

¹⁷⁵ KANDA, Hideki; LEVMORE, Saul. Explaining Creditor Priorities. *Virginia Law Review*, V. 80, 2004. P. 2112.

¹⁷⁶ Ibidem, p. 2113. Tradução nossa. No original: “...a variable interest rate scheme is theoretically interesting, but likely impractical”.

¹⁷⁷ BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Op. cit., p. 891-895.

500.000,00 para a Empresa e que um quarto credor – este ajustável – emprestará mais R\$ 1.000.000,00 para a Empresa após a conclusão das negociações desta com o Banco.

Considere-se também que a Empresa possui dois ativos que pode oferecer como colateral para o Banco e que, se nenhum desses ativos for onerado, haveria R\$ 450.000,00 em ativos para satisfazer todos os credores em eventual insolvência da Empresa. Assuma-se também a premissa de que a probabilidade de a Empresa não ter sua quebra decretada antes do vencimento de qualquer um dos débitos é de 95%.

Note-se que, não havendo contratação de garantias, em eventual falência o devedor teria R\$ 450.000,00 em ativos contra um passivo de R\$ 3.000.000,00. Em outras palavras, a recuperação de crédito pelos credores se daria numa proporção de R\$ 0,15 por cada R\$ 1,00 investido. O Banco e o credor não ajustável recuperariam R\$ 150.000,00, enquanto os não-ajustáveis, com metade do débito, conseguiriam reaver até R\$ 75.000,00 do capital investido.

Lembremos que a expectativa de retorno de dos credores é definida pela fórmula $E = sP + (1-s)(v-c-t)$. Considerando que a taxa de juros praticada por cada um dos credores é *a priori* idêntica e que todos estão subordinados aos créditos trabalhistas e incorrerão nos mesmos custos no processo de falência, simplifiquemos a fórmula excluindo os juros, eventuais créditos trabalhistas e custos processuais: $E = sC + (1-s)(v)$, sendo C simplesmente o capital emprestado, substituindo P em um cenário sem juros.

Desse modo, o Banco e o credor ajustável têm inicialmente $E = 0,95 \times R\$1.000.000 + 0,05 \times R\$150.000 = R\$957.500$. Dentro do mesmo raciocínio cada um dos credores não-ajustáveis tem, em relação ao investimento feito em favor da Empresa, $E = 478.750$.

Imaginemos agora que a Empresa ofereça o primeiro de seus ativos – no valor realizável de R\$ 300.000,00 – em garantia para o Banco, que terá de arcar com R\$ 1.000,00 pelos custos de contratação da garantia. Notemos, para o Banco, o valor recuperável em falência salta para R\$ 350.000,00, considerando que R\$ 300.000,00 serão recebidos prioritariamente e que os ativos da Empresa disponíveis para o concurso dos quirografários despencou para R\$ 150.000,00.

Nesse novo cenário, para o Banco, $E = 0,95 \times R\$1.000.000 + 0,05 \times 350.000 = R\967.000 , com um retorno de R\$ 0,35 para cada R\$ 1 investido em eventual falência. O quirografário ajustável por outro lado, passou a ter $E = 0,95 \times R\$1.000.000 + 0,05 \times R\$50.000 = R\$952.500$ e uma possibilidade de R\$ 0,05 por real emprestado frente à insolvência do devedor, enquanto os demais credores – não-ajustáveis – passaram a contar com $E = 0,95 \times R\$500.000 + 0,05 \times R\$25.000 = 476.250$ e com um retorno na falência de também cinco centavos para cada real transferido à Empresa.

Em circunstâncias assim, o Banco teve sua expectativa de perda reduzida em R\$ 10.000,00. Deste modo, em um mercado competitivo, a instituição financeira estará disposta a dar ao devedor um desconto de sobre os juros na proporção de R\$ 10.000,00. Por outro lado, o credor ajustável tenderia a ampliar seus juros de forma a refletir o aumento da expectativa de perda em R\$ 5.000,00.

A Empresa teria, portanto, um ganho potencial de R\$ 5.000,00 caso onere seu primeiro bem, enquanto os credores não-ajustáveis sofrem uma redução em sua expectativa de retorno de R\$ 2.500,00 sem que nada possam fazer para reequilibrar os termos do empréstimo.

Neste ponto, a partir dos modelos até aqui apresentados, verificar-se-ia uma ineficiência de Pareto na medida em que a posição do credor é maximizada às custas de valor transferido dos mutuários não-ajustáveis. Se considerássemos apenas a posição dos credores, ficaria evidente que o arranjo ineficiente também na perspectiva Kaldor-Hicks, visto que o valor recuperável médio na falência decresce de R\$ 0,15 para R\$ 0,125 para cada R\$ 1 emprestado à Empresa, ainda que a posição do Banco tenha se ampliado significativamente.

Caso a Empresa onere também o seu segundo ativo em favor do Banco, a situação fica evidentemente mais grave para os não-ajustáveis. Enquanto o Banco eleva sua E para $0,95 \times R\$1.000.000 + 0,05 \times R\$450.000 = R\$972.500$, os demais credores passam a contar apenas com a expectativa de retorno apenas em relação ao valor do débito em caso de sucesso da empresa – R\$ 950.000,00 para o quirografário ajustável e R\$ 475.000,00 no caso dos não-ajustáveis.

Em caso de falência, o Banco recuperará R\$ 0,45 por real concedido à Empresa, enquanto os demais credores amargarão prejuízo equivalente ao total emprestado. Tem-se, assim, uma média de R\$ 0,1125 de recuperados para cada R\$ 1 embolsado

anteriormente pelo falido – uma ineficiência ainda maior para os *players* envolvidos, portanto, no caso de quebra.

A oneração de todos os ativos da Empresa implicará, em relação a um cenário em que não haja qualquer prioridade na falência ou na recuperação judicial, em um aumento dos juros pelo quirografário ajustável na proporção de R\$ 7.500,00 em relação ao total emprestado. Por outro lado, o Banco reduzirá o preço cobrado pelo mútuo de modo equivalente à expectativa de aumento no importe de R\$ 15.000,00. Haverá um “ganho” para o credor, por consequência, de R\$ 7.500,00.

Esse valor obtido pela Empresa através da estipulação de ônus sobre os próprios bens significa, novamente, uma perda em idêntica proporção para os credores não-ajustáveis, conforme vimos acima. De fato, cada um deles terá sua expectativa de ganho reduzida em R\$ 3.750,00, totalizando os mesmos R\$ 7.500,00.

Se em um cenário de falência a prioridade das garantias já representam uma ineficiência Kaldor-Hicks, na medida em que reduz o valor recuperado em média pelos credores, Bebchuk e Fried lembram dois aspectos que tornaria a transferência de valor dos não-ajustáveis ineficiente ainda que a quebra não ocorra: os custos de transação¹⁷⁸ e a indisponibilidade dos bens onerados¹⁷⁹.

Com efeito, na medida em que a situação como até aqui desenhada é refletida em um jogo de soma-zero (considerando a idêntica proporção entre a maximização de valor do devedor e a redução de valor dos credores não-ajustáveis), os custos de transação envolvidos na contratação de garantias tornam o arranjo definitivamente ineficiente.

Caso o Banco incorra em R\$ 1.000,00 para a contratação de cada garantia, por exemplo, o desconto dado passará a ser proporcional ao aumento da expectativa de retorno em R\$ 13.000,00. O valor maximizado pela Empresa será, por consequência, de apenas R\$ 5.500,00 ao custo de uma transferência na razão de R\$ 7.500,00 dos credores não-ajustáveis. Uma ineficiência quantificável, portanto, em R\$ 2.000,00.

Soma-se a isto o fato de que o devedor perde disponibilidade sobre a totalidade de seus ativos. Os bens não poderão ser, por exemplo, vendidos para ampliar a

¹⁷⁸ Ibidem, p. 892.

¹⁷⁹ Ibidem, p. 893.

liquidez da Empresa em um cenário de crise – um custo (agora de oportunidade) que reforça a ineficiência gerada pela constituição das garantias dentro do raciocínio de Bebchuk e Fried.

5.4.1.3. *Relativização da prioridade das garantias reais*

À esta altura da análise, considerando apenas as premissas até aqui apresentadas, seria lógico concluir definitivamente que um sistema falimentar que priorize as garantias reais na falência é definitivamente Pareto-ineficiente. Afinal, qualquer possibilidade de maximização de valor do devedor implicaria em um prejuízo para os seus credores incapazes de se ajustar à constituição de garantias pelo mutuário em favor de outros fornecedores de crédito.

Bebchuk e Fried entendem que a prioridade das garantias reais gera ainda uma ineficiência Kaldor-Hicks. E, de fato, o raciocínio desenvolvido acima parece conduzir a esta conclusão: a prioridade do credor garantido transfere valor dos demais credores não-ajustáveis para o devedor, mas os custos de transação consomem parte desse valor, tornando o *outcome* geral negativo para os agentes envolvidos. Nada obstante, conforme prenunciado, o devedor possui incentivos para manter e até mesmo intensificar este cenário de ineficiência.

Em vista desta conclusão, a mencionada dupla propõe a flexibilização da prioridade para garantir prioridade dos credores não-ajustáveis sobre os credores garantidos¹⁸⁰. Uma solução similar já havia sido proposta na literatura de Direito e Economia americana, no sentido de conceder uma “super-prioridade” aos créditos de pequena monta ou decorrentes da responsabilização civil do devedor¹⁸¹.

No Brasil, este modelo é adotado em algum grau no processo de falência, onde é dada prioridade aos credores trabalhistas, ainda que apenas até o limite de cento e cinquenta salários mínimos por credor desta natureza. Em relação a estes credores, a possibilidade de transferência de valor para o empregador fica conseqüentemente

¹⁸⁰ Ibidem, p. 905-906.

¹⁸¹ ADLER, Barry E. Financial and Political Theories of Americans Corporate Bankruptcy. *Stanford Law Review*, v. 45, 1993. P. 311-340.

limitada. Na recuperação judicial, a despeito de uma classe própria na assembleia geral de credores, a exclusão dos credores proprietários fiduciários é a única prioridade garantida aos titulares de direitos reais.

Outra proposta de relativização da prioridade das garantias é a regra de prioridade sobre parcela fixa. Neste cenário, um percentual do valor estimado do bem onerado (75%, digamos) seria integralmente liquidado em favor do credor garantido, ficando a parcela restante a ser quitada em concurso com os demais quirografários¹⁸².

Não existe, no Brasil, uma regra de prioridade parcial sobre parcela fixa. Em processos de recuperação judicial, com entanto, a exclusão de credores fiduciários de recebíveis do plano recuperacional – a já mencionada trava bancária – é frequentemente relativizada pelos tribunais do país¹⁸³, de modo a cobrir apenas parte do crédito, em aparente consonância com a proposta em análise.

Essa convergência é apenas aparente, contudo. Enquanto uma regra definida e pré-estabelecida parcela fixa de prioridade seria capaz de minimizar ou mesmo impedir a transferência de valor e maximizar a ineficiência denunciada por Bebchuk e Fried, a flexibilização circunstancial do mecanismo pelos tribunais possui efeitos nocivos para o mercado de crédito e é notadamente ineficiente.

Com efeito, ainda na década de 1990, Bebchuk apontava que a mitigação caso-a-caso das garantias bancárias é nociva, na medida em que aumenta o grau de incerteza, dificulta a precificação dos justos e aumenta os custos de transação envolvidos na negociação pelo crédito¹⁸⁴. Em realidade, em não se tratando de falência, mas de recuperação do empresário, a flexibilização da prioridade não terá necessariamente o efeito de impedir a transferência de valor, na medida em que o

¹⁸² BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Op. cit., p. 909-910.

¹⁸³ A exemplo da recente mudança de entendimento da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo que, contrariando entendimento simulado da Corte, permitiu que parte de recebíveis retidos pelo Banco Itaú em decorrência de cláusula de garantia fossem submetidos aos efeitos de eventual plano de recuperação. SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Agravo de instrumento n. 2077712-76.2016.8.26.0000. Agravante: Itaú Unibanco S/A. Agravado: Praiana Distribuidora de Bebidas LTDA e outros. Relator: Des. Carlos Alberto Garbi. São Paulo, 24 ago. 2018.

¹⁸⁴ BEBCHUK, Lucian Arye. The effects of Chapter 11 and Debt Renegotiation Ex Ante Corporate Decisions. *Harvard Law School Program in Law and Economics Discussion Paper*, n. 104, 1991. P. 2-3. O “Chapter 11” do Título 11 do U.S. Code trata justamente do processo de “reorganização” do empresário em crise, envolvendo a renegociação das dívidas através de um plano discutido e aprovado pelos credores, em cenário absolutamente análogo ao processo de recuperação judicial brasileiro.

crédito não será necessariamente redirecionado para os demais credores, mas para o próprio devedor e, possivelmente, distribuído para seus acionistas¹⁸⁵.

Tanto a priorização dos credores não-ajustáveis, quanto uma regra de prioridade parcial fixa seriam capazes de impedir a transferência de valor dos quirografários não-ajustáveis para o devedor. Arranjos nesse sentido tenderiam a ampliar a eficiência no mercado de crédito, na hipótese do raciocínio desenvolvido por Bebchuk e Fried estar correto.

Não nos parece ser o caso, contudo.

Nas próximas páginas, será desenvolvido um argumento contra algumas das conclusões levantadas por Bebchuk e Fried, que, ao nosso ver, assumem premissas insuficientes. Conforme se pretende demonstrar, a análise até o momento realizada pode alcançar resultados substancialmente distintos, ao considerar pressupostos econômicos que, entende-se aqui, não foram detectados na obra de Bebchuk e Fried.

5.4.2. O “dinheiro novo” e o impacto sobre credores quirografários não-ajustáveis

O contundente raciocínio de Bebchuk e Fried teve forte repercussão no âmbito acadêmico de Direito e Economia nos Estados Unidos e mesmo em outros países. Os críticos da prioridade das garantias reais frente à insolvência do devedor ganharam novo fôlego e a sempre polêmica discussão, nova perspectiva. Uma série de artigos foi, como consequência, escrita sobre o assunto no fim da década de 1990 buscando apontar os méritos e as falhas do argumento da dupla de professores de *Law and Economics* de Harvard.

Nesse contexto, concedemos destaque a artigo publicado em resposta pouco mais de um ano depois, pelo professor de Direito e Negócios da Universidade de Duke, Steven Schwarcz. Com título provocativamente simétrico, Schwarcz aponta

¹⁸⁵ BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Op. cit., p. 912.

inconsistências do emblemático *paper* de Bebchuk e Fried – e dos antagonistas da prioridade das garantias reais em geral – em *The Easy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*¹⁸⁶.

O centro do argumento de Schwarcz reside em um elemento que não foi, na concepção do referido autor, devidamente explorado por Bebchuk e Fried: os impactos do “dinheiro novo” sobre arranjo formado entre o devedor e seus credores. Pelos motivos que se passa agora a descrever, os novos recursos adquiridos pelo empresário através do empréstimo obtido através da constituição de garantia real – e possivelmente não cedido de outra forma pelo credor – parece ter, de fato, o efeito de maximizar as posições mesmo dos credores quirografários e não-ajustáveis.

5.4.2.1. *Garantias de débitos anteriores e garantias por “dinheiro novo”*

Schwarcz reconhece que Bebchuk e Fried estão inteiramente corretos em suas conclusões em relação à prioridade, em situação de insolvência, de garantias constituídas em relação a débitos anteriores do devedor. De fato, colaterais nem sempre são oferecidos como meio de redução de juros ou obtenção de um empréstimo – em determinadas situações, garantias reais são exigidas para a renegociação de uma dívida, seja para a diminuição do valor a ser amortizado ou de seus juros, ou ainda para a dilação do prazo para pagamento.

Seja qual for o propósito, a inscrição de gravames sobre bens com o intuito de garantir o adimplemento de um débito é de fato capaz de transferir valor de credores não-ajustáveis, caso os credores garantidos venham a ter prioridade em eventual falência¹⁸⁷. Em relação a esses créditos, uma solução para evitar a transferência de valor dos credores quirografários parece-nos de fato desejável do ponto de vista da maximização de eficiência.

¹⁸⁶ SCHWARCZ, Steven L. *The Easy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*. *Duke Law Journal*, v.47, n. 3, p. 425-489, 1997. O título (que poderia ser traduzido como “A Fácil Defesa das Prioridades dos Créditos Garantidos na Falência”) é uma propositadamente óbvia referência ao título da obra de Bebchuk e Fried – *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy* – exaustivamente mencionada neste trabalho.

¹⁸⁷ *Ibidem*, p. 433.

De imediato, é importante perceber que a concessão de garantias para assegurar débitos anteriores não contribui de modo imediato para a maximização de ativos, retirando inegavelmente valor dos credores não-ajustáveis. O mesmo não pode ser dito de imediato em relação às garantias oferecidas para a obtenção de dinheiro novo, que amplia os ativos disponíveis do devedor na mesma proporção em que constituição de garantia os diminui.

Suponhamos que a Empresa disponha de ativos que valem $R\$ A$ e dívidas não-garantidas no montante de $R\$ D$. Caso a Empresa decida inscrever gravames sobre bens valendo $R\$ C$ para obter um empréstimo do Banco no valor de $R\$ C$, seu passivo passará a ser de $R\$ D + R\$ C$, mas seus ativos serão igualmente ampliados, pelo acréscimo do dinheiro novo, para $R\$ A + R\$ C$.

Caso a Empresa venha a falir em um sistema com uma regra de prioridade, o Banco executará seu crédito até o limite de $R\$ C$. Os ativos da Empresa restantes terão o mesmo valor de $R\$ A$, disponíveis inicialmente para a satisfação dos mesmos créditos totalizando $R\$ D$, na medida em que o débito frente ao Banco já foi satisfeito. Não há, por consequência, impacto na concessão de garantia sobre o “bolo” a ser repartido entre os credores quirografários¹⁸⁸.

É possível perceber, portanto, que há uma diferença evidente entre as garantias oferecidas em favor de um novo empréstimo e aquelas que asseguram o adimplemento de débitos antigos. Esclareça-se, por outro lado, que embora a ausência dessa distinção aponte para uma fragilidade significativa no trabalho de Bebchuk e Fried, ela ainda não contamina o raciocínio da dupla.

Com efeito, há uma grande distinção entre bens imóveis e de produção – normalmente ativos duráveis e de baixa liquidez, que tendem a estar disponíveis para liquidação ao tempo da falência – e o dinheiro, que é essencialmente fluido e certamente terá sido mal aplicado em uma situação de insolvência. A preocupação com um cenário de insolvência do devedor é, afinal, a preocupação de que o empresário venha a dispendar suas reservas de dinheiro¹⁸⁹.

¹⁸⁸ Ibidem, p. 435-436.

¹⁸⁹ Schwarcz reconhece este fator: “*Unsecured creditors nonetheless may be prejudiced by subsequently occurring events. Fraud or mismanagement may occur after the secured loan is made, thereby wasting the loan proceeds. Money is easier than most other forms of assets to hide or misuse*”. Ibidem, p. 436.

Em outras palavras, embora notória a diferença entre a constituição de garantias de débitos anteriores e aquelas que visam a obtenção de novos empréstimos, mesmo neste último caso há uma transferência de valor caso consideremos o arranjo econômico visualizado por Bebchuk e Fried. No entanto, o a entrada de dinheiro novo no caixa do empresário possui efeitos para além da preservação do montante contábil de ativos.

5.4.2.2. *O dinheiro novo e as chances de insolvência do devedor*

Há uma premissa implícita no raciocínio de Bebchuk e Fried cuja falsidade é capaz de, agora sim, prejudicar definitivamente a estrutura lógica do argumento contra a prioridade das garantias reais na falência. Trata-se da noção de que, com ou sem a contratação da garantia pelo devedor, as chances de bancarrota são idênticas.

Com efeito, a transferência de valor dos credores não-ajustáveis acima demonstrada considerou um mesmo grau de risco de insucesso da Empresa. No caso, considerou-se constantemente que $1-s = 0,05$, tendo em vista chance de sucesso da Empresa de 95%. Esta premissa, parece-nos, está amplamente equivocada.

A contratação de garantias diminui os juros pago pelo empresário, o que por si só altera suas chances de sobrevivência no mercado. Por outro lado, não seria desarrazoado supor que o devedor com dificuldades financeiras somente seria capaz de conseguir novos empréstimos por meio da oferta de garantias. Nas palavras de Steven Harris e Charles Mooney:

Experience tells us that, in many cases, the debtor's actual choice is between borrowing on a secured basis and not borrowing at all (or, in some cases, borrowing less money on an unsecured basis). (...) There is a very real possibility that the additional [secured credit might reduce the likelihood of [the debtor's] insolvency¹⁹⁰.

¹⁹⁰ HARRIS, Steven L.; MOONEY, Charles W. A Property-Based Theory of Security Interests: Taking Debtors' Choices Seriously. *Virginia Law Review*, v. 80, 1994. P. 2030-2031.

De fato, tendo em vista que a ausência de dinheiro caixa frequentemente inicia as crises financeiras do empresário, uma injeção de liquidez é certamente capaz de influir substancialmente para manter o devedor solvente. Na visão de Harris e Mooney, um empréstimo significativo¹⁹¹ permite que a sociedade empresária procure novos projetos, renove seus equipamentos e qualifique sua mão-de-obra e é capaz de reduzir as chances de insolvência em mais de 30%¹⁹².

Por consequência, na medida em que permite ao devedor diminuir suas despesas com juros e obter empréstimos com maior facilidade, as garantias reais implicam a troca, pelo Empresário, de disponibilidade sobre seus ativos por maior liquidez – e, conseqüentemente, maiores chances de manter seus negócios longe da insolvência. Este pressuposto – ao nosso ver, facilmente acatável pelos motivos elencados por Harris e Mooney – é capaz de afastar completamente as conclusões alcançadas anteriormente acerca da eficiência da prioridade dos créditos garantidos.

Retornemos à situação hipotética montada anteriormente e imaginemos que a Empresa optou por não contratar com o Banco e, assim, preservar a disponibilidade de seus ativos. Nesse caso, cada um dos credores não-ajustáveis poderia executar, em concurso com o credor ajustável, ativos num total de R\$ 112.500,00. Isso significa que, para cada um desses credores não-ajustáveis, a expectativa de retorno em relação ao empréstimo pela empresa estaria traduzida em $E = 0,95 \times R\$500.000 + 0,05 \times R\$112.500 = R\$480.625$.

Consideremos, agora, que a Empresa onerou a totalidade de seus ativos em favor do Banco, de modo a obter R\$ 1.000.000,00 em liquidez a juros mais baixos e que, com isso, diminuiu suas chances de falir antes de quitar todas as quatro dívidas para 3,5%¹⁹³. Nesse cenário, $E = 0,965 \times R\$500.000 + 0,35 \times R\$0 = R\$482.500$ para os credores não-ajustáveis. Em outras palavras, um ganho – e não uma perda – de valor proporcional a R\$ 1875,00 para os quirografários não-ajustáveis.

¹⁹¹ Perceba-se que, nos exemplos utilizados para apresentar o argumento de Bebchuk e Fried, os ativos oferecidos ao Banco visavam garantir um empréstimo de quantia superior a duas vezes o total de ativos da empresa – muitíssimo significativo, portanto. Caso o montante do empréstimo fosse pequeno em relação aos ativos disponíveis, por outro lado, sempre haveria ativos disponíveis para os credores não-ajustáveis executarem na hipótese de falência.

¹⁹² HARRIS, Steven L.; MOONEY, Charles W. Op. cit., p. 2032.

¹⁹³ Uma premissa conservadora, como visto pouco antes. Ao realizar exercício semelhante, Schwarcz considera uma chance de quebra reduzida 2% com a entrada de dinheiro novo a juros baixos, em situações normais. SCHWARCZ, Steven L. Op cit., p. 443.

É certamente seguro afirmar, à esta altura, que Bebchuk e Fried estavam equivocados: a oneração de bens do devedor em um sistema falimentar que prioriza as garantias não transfere valor dos credores quirografários não-ajustáveis para o devedor. Ao contrário: todos os credores maximizam suas posições com o aumento das chances de sucesso do devedor resultante do dinheiro novo e dos juros mais baixos.

5.4.2.3. *Os incentivos do devedor para onerar seus bens e as chances de quebra em um cenário de crise*

Merece nota uma outra premissa equivocada em relação ao raciocínio de que a proteção das garantias reais nas situações de insolvência seria ineficiente: a de que o credor possui incentivos para onerar seus bens. De fato, a praxe corporativa indica que os credores dificilmente oferecem garantias reais para a obtenção de crédito se não estiverem enfrentando uma crise de liquidez ou necessitando de capital para a implementação de um projeto crucial. Esta constatação, confirmada pelo conhecimento econômico disponível, torna ainda mais clara eficiência da prioridade das garantias reais na falência.

Em primeiro lugar, a inscrição de gravames sobre um bem diminui drasticamente seu valor, além de possivelmente impedir o empresário de liquidá-lo frente à necessidade de caixa ou de oferecê-lo em garantia para obtenção de crédito em momento de efetiva crise financeira. Estrategicamente, um ativo onerado é um bem a menos com o qual a sociedade empresária pode contar no futuro, o que por si só torna a constituição de garantias reais pouco estimulante para o gestor mais precavido¹⁹⁴.

A oneração excessiva de bens pelo devedor pode, ainda, afetar negativamente o comportamento dos demais *players*. A indisponibilidade da totalidade dos ativos de uma empresa, de fato, sinaliza para a comunidade corporativa – inclusive fornecedores – que a atividade do empresário talvez não seja mais viável. Os custos

¹⁹⁴ STULZ, René M.; Johnson, Herb. An Analysis of Secured Debt. *Journal of Financial Economy*, n. 14, 1985. P. 515-518.

reputacionais constituem, portanto, outro incentivo para que a sociedade empresária não onere seus bens precipitadamente¹⁹⁵.

Há uma série de outros fatores que estimulam o devedor a não onerar seus ativos de forma prematura¹⁹⁶. Percebe-se, deste modo, que a constituição de garantias reais sobre bens móveis e imóveis da empresa, funciona como uma medida emergencial, que somente será adotada pelo empresário no momento de crise, quando o mecanismo for fundamental para a obtenção e de crédito e ampliação de suas chances de sucesso e consequente sobrevivência.

E, em um contexto de crise financeira da Empresa, quando esta estará de fato propensa a onerar seus bens (e, provavelmente obrigada a fazê-lo para obter um empréstimo), a obtenção de valor dos credores quirografários em um cenário de prioridade dos créditos garantidos fica ainda mais evidente. Afinal, nesses casos, as chances de quebra do devedor serão mais significativas e o impacto de dinheiro novo para diminuí-las, mais intenso.

Com efeito, caso a crise leve a Empresa a um cenário em que probabilidade de bancarrota alcance 50%, os credores não-ajustáveis terão $E = 0,5 \times R\$500.000 + 0,5 \times R\$112.500,00 = R\$306.250$ caso o devedor não ofereça qualquer garantia ao Banco e este se recuse, por consequência, a proceder com o empréstimo, deixando os ativos livres para os demais credores em caso de falência da Empresa. Por outro lado, caso o banco onere todos os seus ativos disponíveis em favor do Banco e, com isso consiga o crédito de maneira a reduzir suas chances de falência para, digamos, 30%, os não-ajustáveis terão $E = 0,7 \times R\$500.000 + 0,3 \times 0 = R\350.000 . Este exercício permite verificar o quão significativa é a obtenção de liquidez não apenas para o empresário em crise, mas para os seus credores quirografários. Ao contrário do que foi percebido em um primeiro momento, os credores não-ajustáveis e sem garantias maximizam substancialmente suas posições através da constituição de garantias pelo devedor.

¹⁹⁵ SCHWARCZ, Steven L. Op cit., p. 446.

¹⁹⁶ O já mencionado Prof. Alan Schwartz lembra ainda dos altos custos de transação para a contratação das garantias, que certamente desestimula o empresário adotá-las caso não seja estritamente necessário. SCHWARTZ, Alan. Security Interests and Bankruptcy Priorities: a Review of Current Theories. Journal of Legal Studies, v. 10, n. 1, 1981. P12

Note-se que, não vindo o empresário devedor a experimentar uma crise financeira, torna-se basicamente irrelevante a regra de prioridade – não havendo crise, afinal, não haverá falência ou recuperação judicial em que a prioridade seja exercida. Por outro lado, caso venha o empreendedor a efetivamente atravessar por uma crise de liquidez, torna-se fundamental (para o próprio empresário e para os demais credores) que exista uma forma atraente de se obter dinheiro a um custo relativamente baixo.

A avaliação normativa que se alcança, portanto, é no sentido de que a manutenção dos privilégios concedidos aos titulares de créditos oriundos de contrato com garantia real é desejável, considerando os parâmetros de eficiência aqui estabelecidos. Dentro do processo mercadológico, a prioridade dos credores contemplados com garantias reais não apenas é eficiente dentro da perspectiva de Pareto e de Kaldor-Hicks, como logicamente protege o crédito e promove a preservação da empresa enquanto organização de bens de capital e trabalho.

6. CONCLUSÕES

1. Concebido o pensamento econômico clássico, a relação entre Economia e o Direito tornou-se clara. A própria fundação da Economia decorre da percepção de Adam Smith sobre o Direito – Smith frequentemente discutia normas públicas partir de pressupostos econômicos. Hoje, a análise econômica do Direito (ou simplesmente “Direito e Economia”) é compreendida como uma disciplina própria, que conjuga elementos das ciências econômicas e jurídicas. Neste sentido, pode dedicar-se tanto a explicar institutos jurídicos a partir da Economia quanto analisar a eficiência de normas jurídicas a partir de métodos e pressupostos econômicos.
2. A ampliação do escopo do movimento de Direito e Economia permitiu, nos anos 1970, a entrada definitiva da disciplina nas escolas de Direito dos Estados Unidos. Esta terceira onda da análise econômica do Direito foi liderada por Richard Posner, através de sua obra *Economic Analysis of Law*. O livro, dedicado essencialmente à Economia, mas escrito por um jurista focado em questões de interesse de juristas, permitiu que as ciências econômicas finalmente adentrassem a academia jurídica. Dificilmente algum outro autor contribuiu com a mesma intensidade para a delimitação da análise econômica do Direito enquanto disciplina autônoma, para a criação de uma doutrina em Direito e Economia ou para a difusão da disciplina nos Estados Unidos e no mundo. Nenhum outro autor tem uma associação tão clara com o movimento quanto Richard Posner.
3. Através da eficiência, Posner pretendia montar um sistema ético em que a justiça fosse estabelecida a partir de uma amálgama entre as éticas utilitarista e kantiana. O autor entendia que uma moral guiada pela maximização de riquezas “valoriza a utilidade (embora não tanto quanto o faz o utilitarismo) assim como o consentimento, embora talvez menos que o próprio Kant teria valorizado”. Richard Posner une-se, assim, a autores como Rawls, Nozick e Buchanan, que buscaram erigir uma teoria da justiça (ou teoria moral, nas palavras de Posner)

ao longo do século XX. Nesta empreitada, defende que o parâmetro para definir se determinadas condutas são “justas, boas ou desejáveis é a maximização de riqueza da sociedade”.

4. A riqueza que um bem qualquer representa estaria associada, na concepção de Posner, ao valor que os agentes envolvidos estariam dispostos a pagar pelo referido bem. A maximização de riquezas se daria, portanto, quando a “disposição de pagar” de um agente aumentasse em relação a determinado bem ou situação. Ao nosso ver é possível ir ainda mais longe e estabelecer que toda troca consensual envolve uma maximização de riquezas, na medida em que indivíduos agem sempre buscando sair de uma posição que julga inferior para uma que considera superior. Não é, portanto, na defesa ética das transações consensuais que reside o defeito da doutrina de Posner.
5. O problema fundamental da teoria ética posneriana reside no fato de que a eficiência de uma ação ou política pública depende de parâmetros subjetivos de utilidade, que não podem ser acessados por um legislador ou juiz. Não é, de fato, possível estabelecer objetivamente a quantidade de riqueza decorrente de uma decisão qualquer, visto que esta quantificação dependeria da aferição da utilidade subjetivamente atribuída por cada indivíduo. Dito de outro modo, não é possível para o legislador (ou para o julgador) estimar quanto de riqueza determinada ação gera, na medida em que não é possível determinar o valor atribuído aos custos e resultados da ação para os demais agentes. Este é, em realidade, um problema recorrente dentro da ortodoxia neoclássica (à qual adere Richard Posner), que compreende o caráter subjetivo do valor mas o dissocia sem justificativa plausível dos custos de maneira a permitir a hierarquização de preferências.
6. Esta inconsistência não implica retirar da maximização de riquezas, conforme compreendida por Posner, qualquer propósito jurídico. Ao contrário: enquanto não serve para descrever o agir moral, a noção de eficiência posneriana é uma ferramenta fundamental para estabelecer as consequências de uma decisão –

algo que hoje deve ser considerado por autoridades administrativas e judiciais no Brasil. Ao se curvar a críticas como as descritas neste trabalho, Posner terminou transformando seu eficientismo em um pragmatismo peculiar, dando à análise econômica do Direito a face que possui hoje, ao menos nos Estados Unidos. O movimento de Direito e Economia não persegue a estipulação de valores, mas apuração da eficiência de uma norma face aos valores estabelecidos.

7. A análise econômica normativa presume a existência de valores definidos quanto da implementação da norma, buscando identificar se as consequências de seus enunciados são consistentes com esses valores. Foi este, afinal, o propósito do presente estudo: apurar a adequação de determinados dispositivos legais em relação aos seus próprios objetivos presumidos. Obviamente, análises descritivas serão realizadas paralelamente – a análise normativa depende de uma prévia descrição daquilo cuja eficiência deve ser apurada. No entanto, verificar em que medida os benefícios concedidos pela legislação falimentar e recuperacional são capazes de alcançar os fins idealmente pretendidos foi o propósito do estudo aqui realizado. Uma avaliação qualitativa da proteção atribuída a titulares de créditos protegidos por garantias reais em decorrência de seus prováveis resultados e não das intenções do legislador.

8. Conforme discorreremos, é improvável que qualquer noção seja mais cara para o Direito e Economia do que a escassez, isto é, a relação entre recursos limitados e a infinidade de desejos que os indivíduos podem vir a possuir. Dito de outro modo, a escassez refere-se ao fato de que os recursos nunca estão inteiramente à disposição para satisfazer todos os interesses de toda a população humana. O conceito não se relaciona em seu sentido técnico, portanto, com a condição econômica do agente: mesmo as pessoas com maior acesso a recursos materiais precisam lidar com a escassez. A escassez, esclareceu-se, é subjetiva e contextual: em determinados momentos e cenários, todo e qualquer recurso pode vir a ser escasso. Ainda que um bem exista em uma quantidade tal que

cause a percepção geral de abundância, para alguns indivíduos, em certas ocasiões, ele será necessariamente escasso.

9. Da escassez surge, como imposição lógica, a escolha. Toda e qualquer ação implica um trade-off, isto é, em alguma espécie de sacrifício ou abdicação em favor da conduta que se pretende adotar. Mesmo que determinada escolha não impusesse o consumo de tempo e energia em algum grau, ao indivíduo caberia abdicar ao menos de possibilidades quando faz sua opção. Escolher determinado curso de ação implica, naquele momento, desistir de alguns outros. E tudo aquilo que o tomador da decisão sacrifica ou abdica quando toma decisão – incluindo a oportunidade de agir de maneira distinta – constituem custos. Os custos são, como se percebe, uma consequência natural da escassez que, por consequência, constitui o problema essencial da Economia. Não fosse a escassez, não existiria a necessidade de controlar custos e, desse modo, estabelecer de modo calculado a produção e alocação de recurso.
10. O presente trabalho buscou estabelecer em que medidas as normas falimentares e recuperacionais, considerados os custos assumidos, alcança seus objetivos por meio do tratamento legal que concede aos credores titulares de créditos com garantia real. Ocorre que, na medida em que possui, o desiderato ideal de satisfazer interesse públicos, a vontade do Estado não pode expressa de maneira homogênea – corresponde, em tese, a desejos de uma coletividade heterogênea e plural. Pareceu-nos possível, no entanto, estabelecer critérios para a aferição da eficiência das opções legislativas sem que se recorra ao arbítrio da intuição. Neste sentido, estabeleceu-se como objetivos da LFRJ a redução dos juros e a preservação da empresa (e suas respectivas consequências para o desenvolvimento econômico), além do estabelecimento dos parâmetros gerais para a eficiência: os critérios de Pareto e Kaldor-Hicks.
11. A “empresa” a ser preservada pela LFRJ deve ser compreendida a partir de uma definição econômica, que permeia a técnica jurídica: um arranjo de alocação de recursos realizado com o objetivo de promover a circulação de bens e serviços

partir de trocas voluntárias. Esta capacidade de organizar e alocar recursos gera evidentemente utilidade para os consumidores, na medida em que ameniza o problema da escassez, dentro do conceito acima apresentado, satisfazendo a função social da empresa. Uma empresa não corresponde, em suma, aos estabelecimentos ou ativos físicos mantidos pelo empresário, mas ao modo como esses recursos são organizados relacionados dentro de uma linha produção e distribuição, de modo a gerar utilidade para além muito além do valor contábil dos bens materiais empregados. A empresa, enquanto organização do capital, implica a conjugação dos recursos físicos de modo a criar valor a partir da estipulação de marcas, redes de fornecedores, reputação, clientela, treinamento, *know-how* e muitos outros elementos alheios aos recursos utilizados, quando pensados fora desta organização.

12. Estabelecer a existência de um impacto da proteção dos credores com garantias reais sobre as taxas de juros praticadas é simples e até mesmo intuitivo. Em última instância, trata-se unicamente de perceber que o credor buscará ratear os custos do empréstimo e o lucro pretendido entre todos os devedores a partir de uma expectativa de retorno – ou seja quanto menos os devedores tendem a adimplir suas dívidas, maiores serão os juros cobrados dos demais mutuários. Para a precificação adequada dos juros, é importante, portanto, que as instituições responsáveis pela distribuição de crédito tenham os retornos efetivamente contratados com seus devedores. Mesmo a liquidação apenas parcial da garantia significaria, no caso ilustrado, uma redução substancial dos juros pagos pelos demais *players*.
13. A taxa de juros é, portanto, diretamente proporcional à expectativa do credor em reaver os valores investidos. Essa expectativa corresponderia ao produto entre o valor cheio devido e as chances de sucesso do devedor, somado ao produto daquilo que seria devido ao credor em eventual insolvência vezes as chances de quebra do devedor. Esta constatação leva Schwartz a defender que, partindo da premissa de que a legislação falimentar deve facilitar a criação e circulação de

riquezas, o Direito deve fornecer estruturas que permitam a maximização do retorno dos credores em caso de falência.

14. Irving Fisher de algum modo corrobora com esta posição ao afirmar que que um capitalista tenderá a priorizar, entre as opções dadas, aquelas com a maior chance retorno – e, portanto, de viabilidade do projeto. Há uma relação, portanto, entre a possibilidade de sucesso do negócio e a motivação de alguém com a pele em jogo de financiá-lo. Desse modo, a relação entre juros voluntariamente baixos e desenvolvimento pode se os juros cobrados são relativamente baixos, então é possível presumir que a análise realizada pelos credores concluiu que o negócio tende a gerar lucro. É dizer que as riquezas empregadas na atividade empresarial possuem menor utilidade para os consumidores do que o produto entregue pela entidade – afinal, é isto que sinaliza o fato do preço dos recursos consumidos ser menor do que aquele dos produtos finais. Dentro de uma análise de incentivos, é seguro afirmar que, se os juros cobrados são de fato baixos, então existe uma expectativa para a instituição financeira de que as chances de sucesso do negócio são maiores do que as de que o credor precise buscar recuperar seu investimento em um processo de falência.

15. Bebchuk e Fried argumentam que prioridade concedida à garantia retira, dos quirografários não-ajustáveis, ativos em que possam se amparar em eventual falência. Na medida em que um ativo é comprometido para fins de garantia, demais credores não poderão executá-lo e contarão com um rol menor de possibilidades para recuperar o próprio crédito. A estipulação de garantias pelo devedor refletiria por consequência em um jogo de soma-zero em relação aos demais credores, de modo que os custos de transação envolvidos na contratação de garantias tornariam o arranjo definitivamente ineficiente. Esta constatação certamente conduz à ideia de que a prioridade das garantias, na recuperação ou na falência, tende a estabelecer um cenário de ineficiência, tanto de Pareto (na medida em que deteriora a situação de demais credores) quanto de Kaldor-Hicks (visto que o *outcome* geral seria negativo).

16. Há, no entanto, uma premissa implícita no raciocínio de Bebchuk e Fried cuja falsidade é capaz de prejudicar definitivamente a estrutura lógica do argumento contra a prioridade das garantias reais na falência. Trata-se da noção de que, com ou sem a contratação da garantia pelo devedor, as chances de bancarrota são idênticas. Nesse sentido, Schwarcz reconhece que Bebchuk e Fried estão inteiramente corretos em suas conclusões em relação à prioridade, em situação de insolvência, de garantias constituídas em relação a débitos anteriores do devedor. O mesmo não pode ser dito, contudo, em relação às garantias oferecidas para a obtenção de dinheiro novo, que amplia os ativos disponíveis do devedor na mesma proporção em que constituição de garantia os diminui.

17. Na medida em que permite ao devedor diminuir suas despesas com juros e obter empréstimos com maior facilidade, as garantias reais implicam a troca, pelo Empresário, de disponibilidade sobre seus ativos por maior liquidez – e, conseqüentemente, maiores chances de manter seus negócios longe da insolvência, aumentando as expectativas de retorno inclusive dos credores quirografários não-ajustáveis. A obtenção de liquidez não apenas para o empresário em crise, mas para os seus credores quirografários. Ao contrário do que foi percebido em um primeiro momento, os credores não-ajustáveis e sem garantias maximizam substancialmente suas posições através da constituição de garantias pelo devedor.

18. Bebchuk e Fried estavam, por consequência, equivocados: a oneração de bens do devedor em um sistema falimentar que prioriza as garantias não transfere valor dos credores quirografários não-ajustáveis para o devedor. Ao contrário: todos os credores maximizam suas posições com o aumento das chances de sucesso do devedor resultante do dinheiro novo e dos juros mais baixos.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, Nelson. *O novo direito falimentar*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

ADLER, Barry E. Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy. *Stanford Law Review*, v. 45, 1993.

_____. A World Without Debt. *Washington University Law Quarterly*, V. 811, N. 3, 1994.

ARAUJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno. A nova Lei de Falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 36, n. 2, 2006.

ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo. Análise Econômico-Jurídica da Lei de Falências e de Recuperação de Empresas de 2005. *Revista de Direito Privado*, vol. 24, 2005.

Alberto Asquini. Profili dell'impresa. *Rivista del Diritto Commerciale e del diritto Generale delle Obbligazioni*, v. 41, p. 1–20, 1943.

ASSAF NETO, Alexandre. A dinâmica das decisões financeiras. Caderno de Estudos, n. 16, São Paulo, 1997. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S1413-92511997000300001>>

BAIRD, Douglas G. Notice Filing and the Ostensible Ownership. *Journal of Legal Studies*, v. 12, 1983.

BEBCHUK, Lucian Arye. The effects of Chapter 11 and Debt Renegotiation Ex Ante Corporate Decisions. *Harvard Law School Program in Law and Economics Discussion Paper*, n. 104, 1991.

BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy. *The Yale Journal*, v. 105, p. 857-934, 1996.

BEZERRA FILHO. Exame crítico do projeto da Lei de Falências. *Revista dos Tribunais*, vol. 822, 2004.

_____. *Nova lei de recuperação e falências comentada: lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, comentário artigo por artigo. 3ª ed. 2ª tir.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. P.

_____. O Estado, a Empresa e o Mercado: novas tendências de Direito Econômico e Comercial. *Revista de Direito Bancário*, vol. 38, 2008.

BRASIL. Congresso. Senado. *Lei de Recuperação de Empresas – Lei nº 11.101, de 2005* (Compêndio). Brasília, 2005.

BUCHANAN, James M. *The Limits of Liberty: Between Anarchy and Leviatan*. Chicago: Chicago University Press, 1975

_____. Cost and Choice: Na Inquiry in Economic Theory. In: _____. *The collected Works of James Buchanan*, v. 6. Indianapolis:Liberty Fund, 1999.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Lei de Falência, Acesso ao Crédito Empresarial e Taxas de Juros no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 25, pp. 131-153, 2005.

COASE, Ronald. The Nature of the Firm. COASE, Ronald. *The Firm, the Market and the Law*. Chicago: Chicago University Press, 1988.

COLLET, Taciana. Palocci espera queda dos juros nos bancos com a nova Lei de Falências. *Valor Econômico*, 11 fev. 2005. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/484971/noticia.htm?sequence=1>>

DWORKIN, Ronald. Is Wealth a Value? *Journal of Legal Studies*, v.9, 1980.

ENGLARD, Izhak. Victor Mataja's liability for damages from an economic viewpoint: A centennial to an ignored economic analysis of tort. *International Review of Law and Economics*, v. 10, n. 2, p. 173-191, set. 1990.

FISHER, Irving. *The Theory of Interest*. New York: The Mcmillan Company, 1930.

FRIEDMAN, Milton. The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*. 13 set. 1970.

GARDINO, Adriana V. Pugliesi. *A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?* 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

GARNICA, Alejandro Garcia; IBARRA, Eunice Leticia Taboada. Teoría de la empresa: las propuestas de Coase, Alchian y Demsetz, Williamson, Penrose y Nooteboom. *Econ: teor. práct* [online]. 2012, n.36. P. 10. Disponível em: <http://www.scielo.org.mx/scielo.php?pid=S0188-33802012000100002&script=sci_abstract&tlng=en>.

GELTER, Martin; GRECHENIG, K. History of Law and Economics. *MPI Collective Goods Preprint*, n. 5, p. 1-10, abr. 2014.

GICO JR., Ivo T. Metodologia e Epistemologia da Análise Econômica do Direito. *Economic Analysis of Law Review*, v. 1, n. 1, p. 7-33, jan./jun. 2010.

OLIVEIRA FILHO, João Glicério de. *Fundamentos jurídicos da função social da empresa*. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal da Bahia, Salvador.

HARRIS, Steven L.; MOONEY, Charles W. A Property-Based Theory of Security Interests: Taking Debtors' Choices Seriously. *Virginia Law Review*, v. 80, 1994.

HAZLITT, Henry. *Economia Numa Única Lição*. 4. ed. Tradução de Leônidas Gontijo de Carvalho. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

HOPPE, Hans-Hermann. *Uma Teoria do Socialismo e do Capitalismo*. 2 ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2013.

KALDOR, Nicholas. Welfare Propositions of Economics and Interpersonal Comparisons of

Utility. *Economic Journal*, n. 49, 1939.

KANDA, Hideki; LEVMORE, Saul. Explaining Creditor Priorities. *Virginia Law Review*, V. 80, 2004.

LANDRETH, Harry; COLANDER, David C. *History of Economic Thought*. 4 ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 2002.

LOPUCKI, Lynn M. The Unsecured Creditor's Bargain. *Virginia Law Review*, V. 1887, 1994.

MACKAAY, Ejan. History of Law and Economics. In: Bouckaert, Boudewijn; DE GEST, Gerrit (eds.). *Encyclopedia of Law and Economics*, v. 1, p. 65-117. Cheltenham: Edward Elgar, 2000.

MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga. *As "travas bancárias" na recuperação judicial: validade, eficácia e limitações*. 100 fls. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2012.

MENDONÇA, J.X. Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 7. ed. at. Por Roberto Carvalho de Mendonça. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964.

MISES, Ludwig von. *Ação Humana – um Tratado de Economia*. 3.1 ed. Tradução de Donald Stewart Jr. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

NOZICK, Robert. *Anarchy, State and Utopia*. New York: Basic Books, 1974.

O'DRISCOLL, Gerald. Justice, Efficiency, and the Economic Analysis of Law: A Comment on Fried. *Journal of Legal Studies*, v. 9, 1980.

PACHECO, José da Silva. *Processo de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência*. 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2013.

PARESI, Francesco. Positive, Normative and Functional Schools in Law and Economics. *European Journal of Law and Economics*, v. 18, p. 259-272, Kluwer Academic Publishers, 2004.

PARETO, V. *Manual of political economy*. New York: Augustus Kelly, 1971.

Posner, Richard A. *Economic Analysis of Law*. New York: Little Brown and Co., 1973.

_____. The Economic Approach to Law. *Texas Law Review*, v. 53, p. 757-782, 1974-75.

_____. *The economics of justice*. 2. ed. Cambridge: Harvard University Press, 1983.

_____. Tribute to Ronald Dworkin. *New York University Annual Survey of American Law*, v. 9, n. 63, 2007.

_____. Values and Consequences: An Introduction to Economic Analysis of Law. *John M. Olin Law & Economics Working Paper*, Chicago, v. 2., n. 53, p. 1-13, 2000.

_____. *Problemas da Filosofia do Direito*. São Paulo: Martins Fontes, 2007.

_____. *A Economia da Justiça*. Tradução de Evandro Ferreira e Silva. 1. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2010.

RAWLS, John. *Uma Teoria da Justiça*. São Paulo: Martins Fontes, 2000.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Falimentar*. 17. ed. 1º v., n. 12. São Paulo: Saraiva, 1998.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Agravo de Instrumento n. 0048732-27.2011.8.19.0000. Agravante: Itaú Unibanco S/A. Agravado: Exepresso Cruzeiro do Sul em Recuperação Judicial. Relator: Des. André Andrade. Rio de Janeiro, 15 fev. 2016.

ROGERS, James S. The Impairment of Secured Creditors' Rights in Reorganization: A Study of the Relationship Between the Fifth Amendment and the Bankruptcy Clause. *Harvard Law Review*, v. 973, 1983.

SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia. *Cadernos Direito GV*, v. 5, n. 2, mar. 2008.

_____. Recuperação Judicial e Trava Bancária. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, V. 59, 2013.

_____. *Estudos em direito & economia: micro, macro e desenvolvimento*. Livro eletrônico. 1. ed. Curitiba: Editora Virtual Gratuita, EVG: 2017.

SÃO PAULO. Agravo de instrumento n. 2077712-76.2016.8.26.0000. Agravante: Banco Safra S/A. Agravado: Cevaso Agrocomercial LTDA e outros. Relator: Des. Carlos Alberto Garbi. São Paulo, 17 out. 2012. Tribunais de outros estados seguem o mesmo caminho, a exemplo de: ESPÍRITO SANTO. Tribunal de Justiça. Apelação Cível n. 030.070.097.032. Apelante: Banco ABC Brasil S/A. Apelado: Indústria de Móveis Movelar LTDA. Relatora: Des.^a Substituta Ekisabeth Lordes. Itória, 14 jan. 2011

_____. Tribunal de Justiça. Agravo de instrumento n. 2077712-76.2016.8.26.0000. Agravante: Itaú Unibanco S/A. Agravado: Praiana Distribuidora de Bebidas LTDA e outros. Relator: Des. Carlos Alberto Garbi. São Paulo, 24 ago. 2018.

SCHUMPETER, Joseph. *Ten great economists. From Marx to Keynes*. London: Routledge, 1997.

_____. *History of Economic Analysis*. s.l.: Taylor & Francis e-Library, 2006.

SCHWARCZ, Steven L. The Easy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy. *Duke Law Journal*, v.47, n. 3, p. 425-489, 1997.

SCHWARTZ, Alan. Security Interests and Bankruptcy Priorities: a Review of Current Theories. *Journal of Legal Studies*, v. 10, n. 1, 1981.

_____. The Law and Economics approach to corporate bankruptcy. *Revista de Direito Bancário*, vol. 36, 2007.

SCOTT JR., James H. Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, V. 32, N. 1, mar. 1977.

SIEBRASSE, Norman. *A Review of Secured Lending Theory*. New Brunswick: World Bank, 1997.

STRINGHAM, Edward. Kaldor-Hicks Efficiency and the Problem of Central Planning. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, v. 4, n. 2, 2001.

STULZ, René M.; Johnson, Herb. An Analysis of Secured Debt. *Journal of Financial Economy*, n. 14, 1985.

TALEB, Nassim Nicholas. *Skin in the game: Hidden Asymmetries in Daily Life*. Londres: Penguin Books, 2018.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A preservação da Empresa, mesmo na Falência. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). *Direito Recuperacional – Aspectos Teóricos e Práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

VELJANOVSKI, Cento G. Wealth Maximization, Law and Ethics – on the limits of economic efficiency. *International Review of Law and Economics*, n. 01, p. 5-28, 1981.