

Análise econômica do direito e insolvência empresarial: breves considerações acerca da teoria do *Common Pool Assets*

Eduardo Araujo Bruzzi Vianna

Advogado da CAIXA no Rio de Janeiro
Pós-Graduado em Direito Societário e Mercado de Capitais – LL.M FGV Direito Rio
Mestrando em Direito da Regulação – FGV Direito Rio

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo investigar qual deve ser a lógica e os limites de um sistema concursal como instrumento de recuperação de créditos no cenário de insolvência do devedor, analisando a teoria do *Common Pool Assets*, de Thomas H. Jackson, e explicando suas bases teóricas e suas principais proposições, utilizando, para isso, o instrumental de Análise Econômica do Direito.

Palavras-chave: Direito empresarial. Análise Econômica do Direito. Insolvência empresarial. Teoria do *Common Pool Assets*.

ABSTRACT

This paper aims to investigate the logic and limits of a bankruptcy system as a debt collection instrument in the debtor insolvency scenario, analyzing Thomas H. Jackson's *Common Pool Assets* theory and explaining its theoretical bases and its main propositions, using, for this, a Law & Economics approach.

Keywords: Business law. Law & Economics. Business insolvency. *Common Pool Assets* theory.

Introdução

O presente trabalho tem por objetivo demonstrar qual deve ser a lógica e os limites de um sistema concursal como instrumento de recuperação de créditos no cenário de insolvência do devedor, analisando a teoria do *Common Pool Assets*, de Thomas H. Jackson, e explicando suas bases teóricas e suas principais proposições (JACKSON, 1986).

Tal teoria foi um marco no direito empresarial estadunidense, tendo inaugurado o estudo da insolvência empresarial à luz da análise econômica do Direito (análise esta também denominada pelo termo "*Law & Economics*").

Para se ter uma ideia, Skeel Jr. (2001, p. 225), em seu livro sobre a história da legislação concursal estadunidense, se refere à teoria do *Common Pool Assets* como "*The Brave New World of Law-And-Economics Theory*".

A utilização do instrumental de *Law & Economics* sobre o sistema concursal conduz a uma análise normativa fundada basicamente em racionalidade econômica, com foco na estruturação de um conjunto de regras que aumente o bem-estar social. Tal bem-estar social, caracterizado em termos de eficiência, ocorre quando ativos são alocados na forma mais produtiva (RASMUSSEN; SKEEL JR., 1995, p. 87).

O problema de pesquisa, portanto, que o presente trabalho procura responder é o seguinte: qual a finalidade que um sistema concursal deve procurar alcançar e qual a lógica e os limites que um deve obedecer para funcionar de forma eficiente em relação às suas finalidades?

A hipótese a ser explorada no presente trabalho é a de que o sistema concursal, para que funcione eficientemente como um procedimento de recuperação de créditos em face de devedor insolvente, deve ser desenhado sob a lógica de um fórum coletivo e compulsório de credores, evitando que ineficiências decorrentes de condutas individuais por parte destes em relação a um determinado devedor insolvente acabem por prejudicar o grupo de credores coletivamente considerados, permitindo, desta forma, a maximização do valor agregado dos ativos e evitando o seu desmantelamento fatiado.

A literatura nacional, ao tratar da finalidade do sistema concursal e da lei brasileira de falências e recuperação de empresas, costuma abordar o tema à luz do princípio da preservação da empresa e de sua função social, pois a empresa enquanto em atividade funcionaria como um centro gerador de empregos e arrecadador de tributos, fatores que seriam benéficos a toda sociedade (CAMPINHO, 2006, p.120; NEGRÃO, 2010, p. 158).

O presente trabalho abordará a questão sob outra ótica, baseado no instrumental de *Law & Economics*. Trata-se de uma abordagem pouco explorada pela doutrina nacional, mas que, conforme será visto, pode contribuir para o aprofundamento do estudo e do desenvolvimento do sistema concursal.

A metodologia que se pretende utilizar na realização da presente pesquisa compreende um estudo dogmático, median-

te revisão da literatura sobre o tema, com base no marco teórico da Teoria do *Common Pool Assets*, de Thomas H. Jackson, de forma a trazer para o âmbito acadêmico brasileiro uma análise econômica do Direito focada especificamente sobre o sistema concursal, bem como seus principais delineamentos teóricos, visando fomentar o debate acadêmico sobre o tema.

Para isso, será necessário operacionalizar o conceito de eficiência, pois neste caso ele apresenta uma conotação específica, relacionada à racionalidade econômica da lei concursal, uma vez que a ineficiência de um sistema concursal é caracterizada pela noção do denominado *common pool problem*. Tal conceito é o cerne da teoria do *Common Pool Assets*, sendo o ponto de partida para todas as demais abordagens conceituais.

Além disso, de forma acessória, conceitos-satélite serão necessariamente detalhados, tais como sistema de *grab law* e *going concern value*, de forma a permitir sua adequada operacionalização conceitual, bem como o correto entendimento das premissas fundamentais do presente estudo e da teoria que lhe serve de objeto de pesquisa.

O presente trabalho, portanto, é estruturado em duas seções principais. A primeira apresenta o detalhamento da teoria do *Common Pool Assets*, com o objetivo de explicar sua base teórica e seus principais conceitos. Na seção seguinte, com base na referida teoria, será abordada a questão da lógica e dos limites que o sistema concursal deve obedecer para que funcione de forma eficiente visando à maximização dos ativos. Ao final, o que se pretende é fomentar o debate acadêmico nacional sobre o sistema concursal, enriquecendo-o com uma abordagem, ainda muito incipiente no Brasil, de *Law & Economics*.¹

1 Teoria do *Common Pool Assets*

Na hipótese de o devedor não ter recursos suficientes para pagar integralmente todos os seus compromissos, existe um sistema não concursal dotado de diversos remédios jurídicos apto a viabilizar o pagamento dos credores (no direito brasileiro, podemos citar, apenas a título exemplificativo, as ações de cobrança, de execução e de busca e apreensão).

¹ O cotejo entre a teoria do *Common Pool Assets* e a Lei nº 11.101/03 (Lei de Falências e Recuperação de Empresas) visando identificar ineficiências na legislação transborda aos objetivos do presente trabalho, embora seja um objeto de pesquisa interessante e inovador sob o ponto de vista acadêmico.

A questão que se coloca é se esse sistema possui desvantagens que podem ser mitigadas por um sistema concursal estruturado de uma tal maneira que se mostre mais eficiente.

A eficiência de um sistema concursal refere-se à sua capacidade de viabilizar a liquidação ou reorganização de empresas a um menor custo e, ao mesmo tempo, de maximizar o valor agregado dos ativos objetos das referidas liquidação e/ou reorganização.

A eficiência, portanto, baseia-se, primordialmente, em dois pontos que se entrelaçam: a redução de custos e a maximização do valor agregado dos ativos.

No que tange à redução de custos, é preciso ressaltar que o principal objetivo do sistema concursal é mais procedimental do que material. O desafio central é como converter a propriedade dos ativos do devedor aos credores. Esse processo de conversão importa em custos. O sistema concursal, no seu âmago, está preocupado em reduzir esses custos de conversão (JACKSON, 1986, p. 5). Esse é o ponto de partida e também a fonte das limitações sobre o que um sistema concursal deve propor-se a fazer.

Como o procedimento concursal tem os seus próprios custos, é necessário que o seu funcionamento mitigue ou evite tais custos em comparação com o sistema que se propõe a substituir. Dentro de uma ótica de racionalidade econômica, propõe-se um sistema de ordenação mais eficiente do que o sistema não concursal, levando-se em consideração, inclusive, os custos de implementação daquele.

Tal ideia entrelaça-se à noção de maximização do valor agregado de ativos. Aqui, para correta compreensão do tema, faz-se necessário detalhar os conceitos de *going concern value*, fatiamento de ativos e sistema de *grab law*.

Os meios utilizados pelos credores fora do sistema concursal podem ser definidos como um sistema de *grab law*, ou seja, um sistema de “quem chegar primeiro leva”. Esse método define quem terá (ou não) seu crédito adimplido apenas com base na ordem de quem se movimentar mais rápido nesse sentido. Esse sistema cria uma *race to the assets* (corrida aos ativos) ou *race to the court* (corrida ao Judiciário).

O sistema de *grab law* pode ser demonstrado através do exemplo hipotético utilizado por Thomas H. Jackson em sua obra. Imagine-se uma fila para comprar ingressos para um show de uma famosa banda de rock. Os primeiros a entrar na fila comprarão os melhores lugares. Aqueles que se encontram no final da fila sequer têm a certeza de que conseguirão comprar o ingresso (JACKSON, 1986, p. 9-10).

Um devedor solvente é como se fosse um show de rock em que há lugares para todos os interessados e onde todos os assentos são considerados igualmente bons. O problema surge quando há mais interessados do que assentos disponíveis, ou seja, quando o devedor é insolvente e os ativos são insuficientes para fazer frente aos compromissos assumidos com seus diversos credores. Nessa situação, o sistema de ordenação da fila passa a ser relevante. Em um sistema de “quem chegar primeiro leva”, ganhadores e perdedores são definidos apenas com base em um critério, qual seja, o de quem entrou na fila primeiro.

Trazendo esse raciocínio para a insolvência empresarial, é possível identificar uma tendência de que, em seus esforços para recuperar seus créditos de forma individual, os credores acabem por prejudicar o conjunto de credores como um todo. O sistema concursal procura responder a esse problema, que pode ser caracterizado como uma espécie de “dilema do prisioneiro”, em que problemas básicos de cooperação acabam por conduzir a resultados indesejados aos integrantes de um determinado grupo coletivamente considerado.

Surge, portanto, um **common pool problem** (conforme denominado por Thomas H. Jackson), ou seja, um problema de créditos (ou credores) em comum que deve ser solucionado por outro caminho que não permita a ação individualista e egoísta por parte de cada um dos credores (JACKSON, 1986, p. 11).

Nessa linha, vale registrar as precisas lições de Ayoub e Cavalli (2013, p. 219):

Os procedimentos concursais lidam com o problema do *common pool assets*, que pode ser traduzido para algo como *conjunto de bens comuns*. Esse problema possui dois aspectos. De um lado, apresenta-se a distinção entre valor de liquidação de conjunto de ativos, mediante a venda individual de cada um dos bens integrantes do conjunto, e valor de *going concern*, decorrente da geração de fluxo de caixa de um conjunto de ativos operacionais. De outro lado, assumindo-se que o valor de *going concern* é superior ao valor de liquidação fragmentada de ativos, apresenta-se um desafio para que os diversos credores concursais deixem de buscar a satisfação individual de seus créditos, mediante a penhora de ativos individuais da empresa devedora – o que, afinal, conduzirá à liquidação dos ativos –, e passem a atuar cooperativamente, de modo a manter o conjunto de ativos operacionais capazes de gerar maior valor para, assim, satisfazer um maior número de credores.

O marco teórico do *Common Pool Assets*, trazido por Thomas H. Jackson em sua obra *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, procura trazer uma resposta ao referido problema. Tal teoria procura demonstrar que as regras não concursais de *grab law* criam incentivos para os credores agirem individualmente quando perceberem que um determinado devedor possa estar dirigindo-se a um *status* de insolvência. Isso porque, se eles não agirem, correm o risco de não recuperar nada, pois outros credores terão agido individualmente na sua frente. Essa decisão de agir individualmente, caso tomada por vários credores de um mesmo devedor, pode vir a tornar-se, ao final, uma decisão ruim para todos os credores coletivamente considerados.

Neste ponto, vale ressaltar as palavras de Salama e Crocco (2015, p. 388) quando afirmam que “um regime de ‘o primeiro a cobrar é o primeiro a receber’ cria incentivos perversos para uma dinâmica de execuções precipitadas, que não maximizam o valor dos ativos do devedor”.

Uma empresa insolvente e que possui vários credores pode enfrentar sérias dificuldades para evitar que estes, em execuções singulares, acabem por conduzir a uma liquidação fatiada dos seus ativos, competindo, portanto, ao direito concursal evitar a dissipação do *going concern value* (AYOUB; CAVALLI, 2013, p. 219-221).

É possível afirmar, portanto, que o sistema concursal deve ser estruturado para proteger os credores deles mesmos, solucionando, dessa forma, o denominado *common pool problem*.

Nesse sentido, faz-se relevante, por conta de sua precisão didática, trazer na íntegra o exemplo hipotético mencionado por Thomas H. Jackson e reproduzido por Ayoub e Cavalli (2013, p. 219-220), de forma a demonstrar o que se deve entender por *going concern value* e maximização do valor agregado dos ativos:

Imagine-se a hipótese de um açude onde seu proprietário possa pescar. Suponha-se que esse proprietário resolva pescar todos os peixes desse açude. Se os peixes pescados forem vendidos, o proprietário obterá, digamos, R\$100.000,00. Entretanto, o açude não terá mais peixes e, no próximo ano, não haverá mais o que pescar. Com efeito, pode-se afirmar que o *valor de liquidação* do açude, decorrente da venda de todos os seus peixes, é de R\$100.000,00. Entretanto, se o proprietário pescar apenas metade dos peixes do açude, ele poderá vendê-los por R\$50.000,00 e, no próximo ano, os peixes terão se reproduzido, de modo que o proprietário poderá pescar novamente a metade dos peixes do açude, obtendo mais R\$50.000,00, e assim

sucessivamente. Se anualmente for pescada apenas a metade dos peixes do açude, o seu proprietário assegurará uma receita anual de R\$50.000,00, o que lhe assegurará um ganho de R\$500.000,00 nos próximos dez anos. Se o valor que pode gerar o açude for descontado a valor presente, o açude valerá, hoje, digamos, R\$400.000,00. Desse modo, o valor do açude como *going concern* é de R\$400.000,00. Portanto, nesse exemplo, o valor atual de liquidação do açude (R\$100.000,00) é muito inferior ao valor presente do açude como *going concern* (R\$400.000,00). Por essa razão, *ceteris paribus*, o proprietário preferirá preservar a capacidade de geração de valor do açude a liquidá-lo.

O problema de maximização do valor do *common pool assets* torna-se mais sensível se houver diversos pescadores que podem pescar no mesmo açude. Nesse caso, conquanto seja evidentemente mais vantajoso preservar o valor de *going concern* do açude, os diversos pescadores poderão enfrentar dificuldades para cooperarem entre si, de modo a não pescarem, de uma só vez, todos os peixes do açude. Assim, imagine-se um caso em que há cem pescadores que podem pescar no açude. Se eles se esforçarem ao máximo, poderão pescar cada um o equivalente a R\$1.000,00 cada. Nesse caso, o açude terá sido liquidado, de modo que não haverá mais peixes a serem pescados no próximo ano. O ideal, portanto, seria que cada um dos cem pescadores pescasse apenas o equivalente a R\$500,00 no primeiro ano, de modo a manter no açude peixes suficientes para que, nos anos sucessivos, cada um deles possa pescar mais R\$500,00. No final de dez anos, cada pescador poderá ter pescado o total de R\$5.000,00, o que, descontado a valor presente, equivale a R\$4.000,00 por pescador.

O problema que se estabelece quando há vários pescadores em um mesmo açude consiste em como fazer que os pescadores cooperem entre si, de modo a maximizar o valor do açude. Tendo em vista que a regra que orienta a pescaria é aquela do "primeiro a pescar, fica com a pesca", os pescadores não possuem incentivos para cooperar. Assim, se alguns pescadores pescarem apenas R\$500,00 em peixes, não faltarão outros pescadores que pescarão R\$1.500,00, de modo que, no somatório, terá sido liquidado o açude. Portanto, nesse caso tenderá a haver uma corrida entre os pescadores para ver quem consegue pescar mais, na qual cada um deles buscará ser mais eficiente do que os outros para obter, imediatamente, a maior quantidade de peixes possível. Por essa razão, cada um dos pescadores possui um incentivo para pescar o máximo possível de peixes no primeiro ano de pescaria, conduzindo à liquidação do açude a um valor substancialmente inferior àquele que seria obtido se fosse pres-

servado o valor do açude como *going concern*. O direito concursal busca evitar esse problema.

A teoria propõe, portanto, que os credores devem conjugar seus créditos possibilitando uma ação conjunta como se fosse uma única pessoa. Dessa forma, a atuação individual por parte dos credores e o risco de desmantelamento fatiado dos ativos do devedor seriam evitados e, por consequência, o valor agregado de tais ativos não seria atingido (protegendo-se, assim, o seu *going concern value*).

Neste ponto, vale ressaltar as palavras de Salama e Crocco (2015, p. 389, grifos dos autores):

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

Esse é o conceito de eficiência que se encontra atrelado à referida teoria, ou seja, um sistema que basicamente protege os credores de si mesmos, visando maximizar o valor dos ativos, seja tanto para fins de liquidação como para reorganização.

Partindo do pressuposto de que um processo sem desmantelamento fatiado (seja por meio de liquidação ou reorganização) tem maior probabilidade de aumentar o valor agregado do conjunto de ativos, sua aplicação seria mais vantajosa para os credores coletivamente considerados.

2 A lógica e os limites do sistema concursal

A ideia central do sistema concursal é ser uma lei de recuperação de créditos (JACKSON, 1986, p. 3).

Conforme visto na seção anterior, em um ordenamento jurídico em que os credores podem individualmente provocar o poder estatal para tomar ativos dos devedores, é necessário estabelecer o que fazer quando as dívidas forem superiores aos ativos.

Faz-se necessário, portanto, estabelecer os limites sobre o que os credores podem tomar de seus devedores, bem como definir um critério de decisão acerca dos diferentes direitos entre credores quando não há ativos suficientes para todos.

O sistema concursal surge como um **fórum coletivo e compulsório** de credores para distribuir seus direitos creditícios em face dos ativos do devedor (JACKSON, 1986, p. 3). Tal sistema deve funcionar, portanto, como um dispositivo coletivo de recuperação de créditos, sendo, portanto, uma resposta ao crédito (JACKSON, 1986, p. 7). A essência do mercado de crédito reside nos agentes econômicos – chamados de devedores – que pegam dinheiro emprestado.

Sejam quais forem os motivos para se realizar contratos de mútuo, os termos contratuais da referida operação dependem substancialmente da probabilidade de adimplemento voluntário e dos meios de adimplemento coercitivo.

A questão toma relevância quando o devedor mostra-se insolvente. Os instrumentos legais para adimplemento coercitivo quando o devedor é solvente referem-se aos direitos do credor em utilizar-se da força estatal na busca do seu interesse. Essa é uma questão de direito privado entre credor-devedor e que nada se relaciona com o sistema concursal.

O sistema concursal pode ser entendido como algo distinto das relações credor-devedor, pois envolve, na verdade, o efeito do adimplemento feito pelo devedor em favor de um determinado credor em **relação aos demais credores**.

Conforme demonstrado na seção anterior, os remédios utilizados pelos credores fora do sistema concursal, denominados de *grab law*, definem quem terá seu crédito adimplido ou não apenas com base na ordem de quem se movimentar mais rápido nesse sentido.

A questão central do sistema concursal reside na possibilidade de haver um **melhor sistema de ordenação que supere os custos de sua implementação** (JACKSON, 1986, p. 10). No mercado de crédito, há fortes argumentos que levam a crer que há uma melhor maneira de se alocar os recursos do devedor insolvente do que um sistema de “quem chegar primeiro leva”. Surge, portanto, a ideia do sistema concursal.

Assim, o problema básico que o sistema concursal é estruturado a resolver decorre do fato de que o sistema baseado em ação individual tende a ser prejudicial a todos os credores coletivamente considerados na hipótese em que não há ativos para satisfazê-los integralmente. É o denominado **common pool problem**.

As regras não concursais de *grab law*, ou seja, baseadas no sistema de “quem chegar primeiro leva”, criam incentivos para os credores agirem individualmente quando sentirem que um determinado devedor possivelmente possa estar dirigindo-se a

um *status* de insolvência. Isso porque, se eles não agirem, correm o risco de não recuperar nada, pois outros credores terão agido individualmente na sua frente.

No entanto, mesmo que o devedor esteja insolvente, pode vir a ser melhor para os credores conjugarem seus créditos e agirem de forma colaborativa. O sistema concursal fornece um caminho para que esses vários credores ajam como se fossem apenas um, ao impor um procedimento coletivo e compulsório.

Vale a pena, neste ponto, observar as colocações de Salama e Crocco (2015, p. 386):

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

Dentro dessa lógica, o sistema concursal forneceria um caminho caracterizado por um procedimento coletivo e compulsório com finalidade precípua de *debt-collection* (recuperação de créditos).

Mas exatamente como o sistema concursal é melhor para os credores quando estes atuam em grupo?

A atuação individual por parte dos credores, conforme visto, pode gerar um dismantelamento fatiado da atividade empresarial do devedor através da alienação de ativos operacionais indispensáveis.

Nas palavras de Jackson (1986, p. 14), "*the use of individual creditor remedies may lead to a piecemeal dismantling of a debtor's business by the untimely removal of necessary operating assets*".

Partindo do pressuposto de que um processo que não envolva o dismantelamento fatiado (seja por meio de liquidação ou reorganização) tem maior probabilidade de aumentar o valor agregado do conjunto de ativos, sua aplicação seria mais vantajosa para os credores coletivamente considerados.

Isso deriva de uma noção de senso comum: ativos tendem a ser mais valiosos quando considerados conjuntamente do que de forma separada (JACKSON, 1986, p. 14).

A razão mais óbvia para a adoção de um sistema coletivo de recuperação de créditos é que tal sistema dá a certeza de que credores, em perseguindo seus interesses individuais, não diminuam o valor agregado dos ativos que serão utilizados para adimplirem os seus créditos.

Esse aspecto foi abordado por Salama e Crocco (2015, p. 386), ao comentarem sobre o princípio da universalidade da falência previsto na legislação brasileira à luz da racionalidade econômica, cujo objetivo é justamente evitar o fatiamento de ativos mediante um sistema de *grab law*:

a universalidade da falência também facilita a tomada de decisões coordenadas e eficientes por parte de credores. A partir dessa concepção, sustentamos que a racionalidade econômica desse princípio seria a de promover a maximização de retornos à massa de credores e a minimização de custos de transação.

O sistema concursal fornece, portanto, um sistema coletivo que inibe a atuação individual por parte de credores e faz com que eles ajam de forma conjunta. Essa é a **lógica** por trás do sistema concursal que também norteia os **limites** do que tal sistema deve se propor a fazer.

O sistema concursal, em última análise, deve fazer com que os credores atuem de forma altruística e colaborativa. Para que isso ocorra, é necessário que o procedimento seja coletivo e compulsório, somente funcionando de forma eficiente se todos os credores estiverem submetidos a ele.

Dentro dessa linha, o desafio passa a ser delimitar quem tem o direito de participar da divisão dos ativos e depois, em um segundo momento, resolver a questão de como ordenar aqueles que têm esse direito.

Visando concretizar tal delimitação, o que o sistema concursal deveria estar fazendo, em abstrato, é perguntar quanto alguém estaria disposto a pagar por um ativo do devedor, assumindo que ele poderia ser vendido livre e desimpedido. O dinheiro captado com essa venda deveria ser levado e distribuído aos credores (portadores das responsabilidades) de acordo com as características dos seus contratos/títulos.

Existem duas questões que surgem quando um devedor está insolvente: primeiro, é necessário decidir o que fazer com os seus ativos e, segundo, é necessário decidir quem ficará com eles (ou com o resultado de sua venda).

O sistema concursal, portanto, não deve criar direitos, mas apenas assegurar que os direitos preexistentes serão adimplidos

da maneira mais completa possível. Apenas assim se consegue minimizar os custos de conversão inerentes à transferência de ativos do devedor aos credores. Esse é um importante limite do sistema concursal.

A teoria do *Common Pool Assets* afirma que quanto menos se alterar os direitos preexistentes, melhor. O processo concursal deve procurar replicar o direito/crédito que os credores teriam no sistema não concursal.

Neste ponto, mostra-se importante ressaltar as palavras de Skeel Jr. (2001, p. 225), ao se referir à teoria do *Common Pool Assets*, de Thomas H. Jackson:

With his coauthor, Douglas Baird, Jackson argued that bankruptcy should not create any new substantive rights for any of the parties. In support of their creditors' bargain model, Baird and Jackson contended that unless it respected the parties' nonbankruptcy property rights, bankruptcy would inspire costly forum-shopping fights. Parties favored by bankruptcy would have an incentive to invoke the bankruptcy laws, whereas disfavored parties would fight bankruptcy, for reasons having nothing to do with whether or not the firm belonged in bankruptcy.

A partir do momento em que se está em um processo concursal, parte-se do pressuposto de que os credores não receberão integralmente aquilo a que têm direito, ou seja, não receberão o valor nominal por inteiro, mas sim o **valor relativo**, em comparação com os demais credores.

No tratamento das diferenças existentes dentro do grupo de credores, mostra-se preferível uma regra coletiva que respeite os **valores relativos** decorrentes de seus títulos originais em comparação com qualquer outra, pois assim se evitam diferenças de tratamento entre o sistema não concursal e o concursal e, por consequência, o incentivo para condutas individuais prejudiciais ao grupo de credores coletivamente considerado.

Conclusão

O instrumental de *Law & Economics* evidencia que para o sistema concursal ser eficiente deve assegurar que ativos no decorrer do processo concursal sejam utilizados da forma mais produtiva/valiosa (RASMUSSEN; SKEEL JR., 1995, p. 87).

Dentro dessa linha de raciocínio, é possível chegar a uma conclusão economicamente racional quanto à lógica e aos limites que um sistema concursal deve ter para servir, de forma efici-

ente, como procedimento de recuperação de créditos (*debt-collection law*) no cenário de insolvência do devedor.

A teoria do *Common Pool Assets*, de Thomas H. Jackson, que inaugurou o estudo da insolvência empresarial à luz da análise econômica do Direito nos EUA, confirma a hipótese formulada de que o sistema concursal, para que funcione eficientemente como um procedimento de recuperação de créditos em face de devedor insolvente, deve ser desenhado sob a lógica de um **fórum coletivo e compulsório de credores**, evitando que ineficiências decorrentes de condutas individuais por parte destes em relação a um determinado devedor insolvente acabem por prejudicar o grupo de credores coletivamente considerados, permitindo, desta forma, a maximização do valor agregado dos ativos e evitando o seu desmantelamento fatiado.

O sistema concursal, tal como delineado na referida teoria, prova sua eficiência, primordialmente, sob dois aspectos: (i) redução de custos de conversão dos ativos do devedor para os credores e (ii) maximização do valor agregado dos ativos, protegendo o *going concern value* e impedindo o fatiamento de ativos.

Tais objetivos somente são alcançados mediante um procedimento dotado de características tais que possibilitem resolver o denominado **common pool problem**, ou seja, a ação individualista e egoísta por parte de cada um dos credores em detrimento do conjunto de credores coletivamente considerado.

Em um sistema de *grab law*, dotado de regras não concursais, os credores são incentivados a agir de forma individual em detrimento da maximização dos ativos e da redução dos custos de conversão de tais ativos para os próprios credores. O sistema concursal surge como um sistema alternativo de ordenação que supere os custos de sua implementação e proteja o *going concern value*.

Dentro dessa premissa, o procedimento coletivo e compulsório sugerido pela teoria do *Common Pool Assets* obriga os credores a conjugar seus créditos, possibilitando, assim, uma ação conjunta como se fossem uma única pessoa. Dessa forma, a atuação individual por parte dos credores e o risco de desmantelamento fatiado dos ativos do devedor são evitados e, por consequência, o valor agregado de tais ativos não é prejudicado.

A lógica do sistema concursal, portanto, é centrada na inibição da atuação individual por parte dos credores. Entretanto, para que tal lógica seja colocada em prática de forma eficiente, é preciso respeitar limites relacionados às finalidades do sistema

concurso, notadamente, a não criação de direitos, de forma a apenas assegurar que os direitos preexistentes sejam adimplidos da maneira mais completa possível, evitando a deturpação dos incentivos inerentes ao referido sistema.

Referências

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

CAMPINHO, Sérgio. **Falência e Recuperação de Empresa: o novo regime da insolvência empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

JACKSON, Thomas H. **The Logic and Limits of Bankruptcy Law**. Washington, D.C.: Beard Books, 1986.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de Direito Comercial & de Empresa**. São Paulo: Saraiva, 2010. v. 3.

RASMUSSEN, Robert K.; SKEEL JR., David A. The economic analysis of corporate bankruptcy law. **American Bankruptcy Institute Law Review**. Alexandria, VA, v. 3, p. 85-115, 1995.

SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. A Racionalidade Econômica do Direito Falimentar: Reflexões sobre o Caso Brasileiro. In: ABRÃO, Carlos Henrique. (Org.). **Dez Anos de Vigência da Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 379-419.

SKEEL JR., David A. **Debt's Dominion: a history of bankruptcy law in America**. Princeton: Princeton University, 2001.