

F U N D A Ç Ã O  
GETULIO VARGAS

**EPGE**

Escola de Pós-Graduação  
em Economia

Ensaio Econômico

Escola de

Pós-Graduação

em Economia

da Fundação

Getulio Vargas

Nº 474

ISSN 0104-8910

As Leis de Falência: Uma Abordagem  
Econômica

Aloísio Pessoa de Araújo

Fevereiro de 2003

URL: <http://hdl.handle.net/10438/671>

Os artigos publicados são de inteira responsabilidade de seus autores. As opiniões neles emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista da Fundação Getúlio Vargas.

ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Diretor Geral: Renato Fragelli Cardoso

Diretor de Ensino: Luis Henrique Bertolino Braido

Diretor de Pesquisa: João Victor Issler

Diretor de Publicações Científicas: Ricardo de Oliveira Cavalcanti

Pessoa de Araújo, Aloísio

As Leis de Falência: Uma Abordagem Econômica/  
Aloísio Pessoa de Araújo - Rio de Janeiro : FGV,EPGE, 2010  
(Ensaio Econômico; 474)

Inclui bibliografia.

CDD-330

# **As Leis de Falência:**

## **Uma Abordagem Econômica**

Aloisio Araujo \*

### **Resumo**

O nosso objetivo neste trabalho é o de estudar as Leis de Falência sob o enfoque da Teoria Econômica. Neste sentido, apresentamos algumas das sugestões feitas na literatura recente e estudamos a conveniência de sua aplicação prática. Mostramos, também, através de exemplos numéricos como podemos ter uma melhora de Pareto ao escolher de forma adequada o grau de punição a ser adotado para o caso de falência dos agentes econômicos.

---

\* EPGE/FGV – IMPA. Trabalho realizado enquanto prestando serviços de consultoria ao Banco Central do Brasil.

## ÍNDICE

- 1 – Introdução
- 2 – As sugestões de Bebchuck e Hart
- 3 – Um Modelo de Equilíbrio Geral para as Leis de Falência
- 4 – A Influência das Leis de Falência sobre o Bem Estar Econômico: Exemplos Numéricos
- 5 – Uma Sugestão para uma Nova Lei de Falências
- 6 – Proposta para Agilizar o Processo de Falência através do Leilão de Créditos Fiscais
- 7 – Conclusão
- 8 - Bibliografia

## **1 – Introdução**

O objetivo deste trabalho é o de apresentar alguns conceitos e modelos desenvolvidos no âmbito da teoria econômica, com o intuito de entender o fenômeno das leis de falência. Estes tipos de estudo fazem parte da disciplina de direito e economia que vem se desenvolvendo de forma bastante intensa nos últimos anos tanto no âmbito acadêmico como no jurídico. Mais especificamente, na segunda seção deste trabalho vamos fazer uma análise das propostas de Bebchuck e Hart et al. para o aperfeiçoamento das Leis de Falência. Na seção 3 vamos apresentar um módulo desenvolvido por nós para análise das Leis de Falência sob o ponto de vista de equilíbrio geral. Na seção quatro vamos estudar o impacto das Leis de Falência no bem estar econômico de uma economia, concentrando-se em exemplos numéricos da teoria. No primeiro exemplo estudamos o caso de penalidade na função de utilidade no caso de falência e no segundo estudamos o caso no qual os empréstimos só se dão contra uma garantia de um bem durável. Na quinta seção apresentamos sugestões para o debate sobre nova Lei de Falência. Na sexta seção apresentamos uma sugestão para contornar a dificuldade criada pela prioridade do fisco no caso de falência. Como se sabe, prioridade fiscal desestimula a participação dos demais credores no processo de falência provocando o seu esvaziamento. A última seção é dedicada às conclusões.

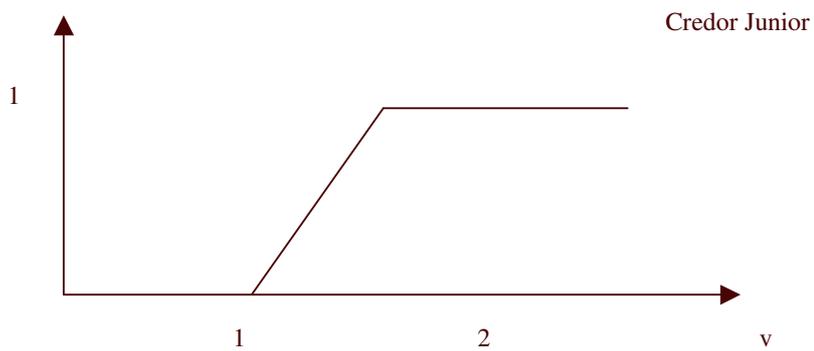
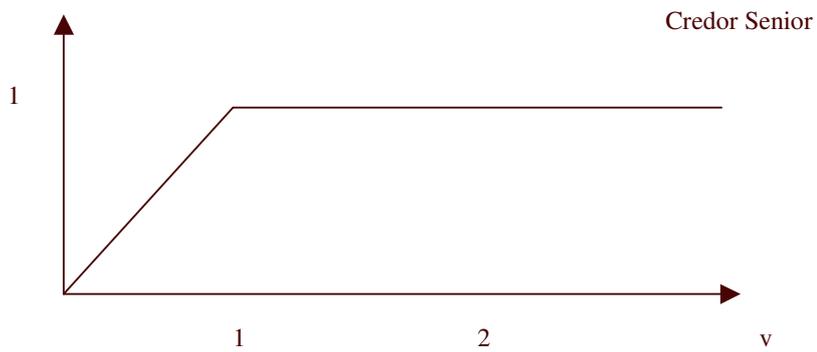
## **2 - Sugestão de sistema de opções feito por Bebchuck**

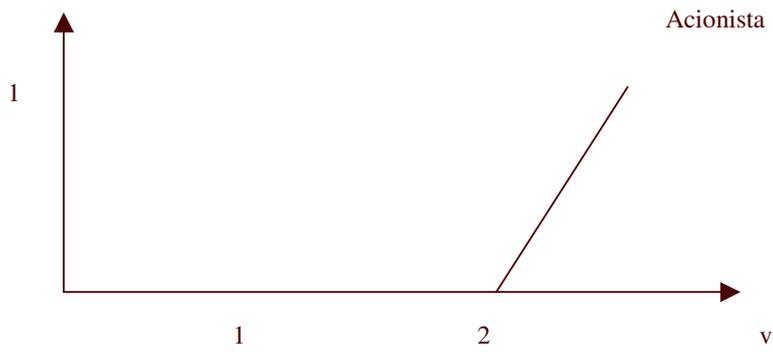
Em interessante artigo Bebchuck propôs um sistema de opções para divisão da firma em caso de falência. Como é sabido, Black e Scholes em seu seminal artigo sobre preço de opções já observaram que o prêmio de risco (adicional a uma taxa de juros sem riscos) de um título de dívida de uma empresa pode ser visto como uma opção de venda sobre o valor da empresa na data de vencimento. Contudo, como não sabemos o valor de uma empresa na data do vencimento se esta for a falência temos um problema de divisão de uma firma no caso de insolvência. Para contornar este problema, Bebchuck propôs um sistema de opções exposto graficamente a seguir.

No caso de inadimplência, as ações da empresa são repassadas ao credor sênior. Contudo, ao credor júnior é dada a possibilidade da compra da empresa do credor sênior pelo valor dos créditos que este tem a receber. Por sua vez, ao dono da firma original é dada a chance de re-comprar a empresa do credor júnior pelo valor que os credores sênior e júnior tem a receber. Como se vê graficamente a seguir, nenhum dos participantes pode reclamar de sua situação final pois eles tomaram suas decisões baseados na avaliação que fizeram sobre o valor da firma no momento da insolvência. A crítica que se pode fazer a esta proposta é que ela pressupõe que tanto o credor júnior como o proprietário original da firma tem acesso a recursos para exercerem seus direitos, o que não é tipicamente o caso na situação de inadimplência. Para aperfeiçoar este sistema Hart e outros co-autores sugeriram um complexo sistema de leilões de difícil execução mas que vem sendo sugerido para reformas de Leis de Falência de diversos países.

## Sugestão de Bebchuck de Utilização de Opções

$v$  = valor da firma





Crítica: Restrição à Liquidez

Hart, et al.: Proposta de Leilões

Crítica: Dificuldade de Implementação

### 3 – Um modelo de mercados incompletos para as Leis de Falência

Nesta seção vamos apresentar um modelo de mercados incompletos concebido para ajudar o entendimento das diversas leis de falência e suas respectivas vantagens e deficiências. Como se sabe existem leis de falência que são mais favoráveis aos credores, como é o caso da Lei Inglesa, onde não existe muito espaço para a reorganização da empresa e a falência com a divisão dos ativos físicos entre os credores é a regra. Isto tem levado a eliminação de firmas ainda sadias com alto prejuízo social. Esta situação tem provocado várias críticas onde a virtude da lei americana tem sido enfatizada.

Por outro lado, existem leis como a americana na qual além do caso da falência contemplada no capítulo 7 temos também um amplo espaço para a reorganização das empresas no capítulo 11 da lei. Na Lei Brasileira existe em princípio espaço para a reorganização das empresas que embora com dificuldades temporárias ainda possuem boas perspectivas de recuperação. Contudo, mesmo no caso americano e muito mais ainda no caso brasileiro a situação atual tem levado a grandes perdas provocadas tanto pelo litígio judicial como pela deterioração do patrimônio físico das empresas para não se falar na fraude dos credores facilitada pelo longo tempo de duração das concordatas.

A seguir vamos apresentar alguns modelos formais de mercados incompletos para o estudo das leis de falência. Devido a nosso interesse específico, vamos nos concentrar nos aspectos puramente financeiros da economia e, em particular, na estrutura dos retornos em caso de inadimplência. Vamos supor que existem somente dois períodos, hoje e amanhã, e existem  $S$  estados da natureza possíveis amanhã. Supomos também que existam  $I$  agentes econômicos. E o mercado financeiro é representado por uma matriz  $A_{K \times S}$  de retorno dos ativos da economia. No primeiro período, o agente econômico  $i$  pode comprar  $\varphi_{ij} > 0$  ou vender,  $\varphi_{ij} < 0$ , unidades do ativo financeiro  $j$ .

## Leis de Falência

Firma j paga ao credor i no estado s:

$\left\{ \varphi_{i,j} A_j^s \text{ SE } \sum_i \varphi_{i,j} A_j^s > 0 \text{ (na verdade este fator tem que levar em conta a bancarrota dos outros)} \right.$

$$\left\{ \frac{\varphi_{i,j} A_j^s}{\sum_i \varphi_{i,j} A_j^s} \text{Max} \left\{ 0, \left[ P^s C_j + \sum_i \varphi_{i,j} A_j^s \right] \right\} \text{ caso contrário} \right.$$

Onde  $C_j$  são os ativos físicos da firma j:

$$\frac{P^s C_j + \sum_i \varphi_{i,j} A_j^s}{\sum_i \varphi_{i,j} A_j^s} \geq 1 \Leftrightarrow P^s C_j \geq \sum_i \varphi_{i,j} A_j^s$$

i.e. existe a possibilidade do credor ser pago em excesso. Portanto, poderíamos chamar este caso de pró credor. Contudo, esta versão da Lei de Falências ao dar ênfase excessiva a distribuição dos ativos físicos  $C_j$  entre os credores elimina a possibilidade da recuperação da firma. Vamos tratar deste caso a seguir. Antes, vamos considerar uma generalização do caso anterior.

Caso Geral:

Credor  $i$  recebe no estado da natureza  $s$ :

$$\varphi_{i,j} A_j^s$$

Se

$$\sum_i \varphi_{i,j} A_j^s > 0$$

$$\frac{\varphi_{i,j} A_j^s}{\sum_i \varphi_{i,j} A_j^s} \text{Max} \left\{ 0, \left[ \lambda^s P^s J^s C_j + \sum_i \varphi_{i,j} A_j^s \right] \right\}$$

caso contrário

onde,  $0 \leq \lambda^s \leq 1$  é a parcela da firma que é entregue aos credores.

$J^s$  é a depreciação do colateral provocada pela demora do processo judicial

$J^s = I$  no caso do judiciário perfeito

$\lambda^s = 1$  no caso da Lei “Pró Credor”, anterior.

Caso “Pro Devedor”:  $\lambda^s = 0$ . Neste caso, o mercado financeiro vai ser reduzido pois, os credores não teriam muitos incentivos para emprestar recursos.

#### 4 – A Influência das Leis de Falência sobre o Bem Estar Econômico: Exemplos Numéricos

O objetivo desta seção é o de mostrar como as Leis de Falência podem ter efeito sobre o bem estar econômico em uma economia. No primeiro exemplo consideramos uma economia com mercados incompletos e na qual os agentes econômicos que não cumpram seus compromissos financeiros são punidos na sua função de utilidade. Neste exemplo o bem estar da sociedade é maximizado quando a punição é de  $6/5$ . Quando não existe punição alguma pela inadimplência, o mercado financeiro colapsa pois neste caso os devedores não vão querer pagar suas dívidas e, por conseguinte, os credores não vão querer emprestar recursos. Por outro lado, se a penalidade for infinito, isto é, os inadimplentes sofrem prisão perpétua ou são condenados à morte - o que se passava na antiguidade - os agentes econômicos nunca vão querer ser inadimplentes, o que reduz muito a atividade no mercado financeiro e é menor o bem estar econômico. No segundo exemplo, o mercado financeiro só funciona com empréstimo com garantias reais. É o caso do mercado imobiliário e o de bens duráveis como automóveis. Neste caso, o bem estar da economia é maior do que o caso no qual não existe o mercado financeiro mas é menor do que no caso de que existem mercados financeiros perfeitos.

##### **Penalidade na função de utilidade:**

Ver também Geanakopoulous et alli.

Economia com três indivíduos, dois períodos e três estados da natureza. Há um único bem de consumo. Consome-se somente no segundo período.

Consumo no estado  $s$ :  $x_s$

$$\text{Dotações: } e^1 = \begin{pmatrix} 0 \\ 1 \\ 1 \end{pmatrix}, e^2 = \begin{pmatrix} 1 \\ 0 \\ 1 \end{pmatrix}, e^3 = \begin{pmatrix} 1 \\ 1 \\ 0 \end{pmatrix}$$

$$\text{Um único ativo com matriz de retorno } R^o = \begin{pmatrix} 1 \\ 1 \\ 1 \end{pmatrix}$$

Quantidade de ativos comprados:  $\theta$

Quantidade de ativos vendidos:  $\varphi$

Quantidade de bens entregues em  $s$ :  $D_s$

Taxa de pagamento do ativo em  $s$ :  $K_s$

Em equilíbrio deve satisfazer  $K_s = \frac{\sum_{h \in H} D_s^h}{\sum_{h \in H} \varphi^h R_s^0}$ , onde  $H$  é o conjunto de agentes.

Penalidade na função de utilidade:  $\lambda$

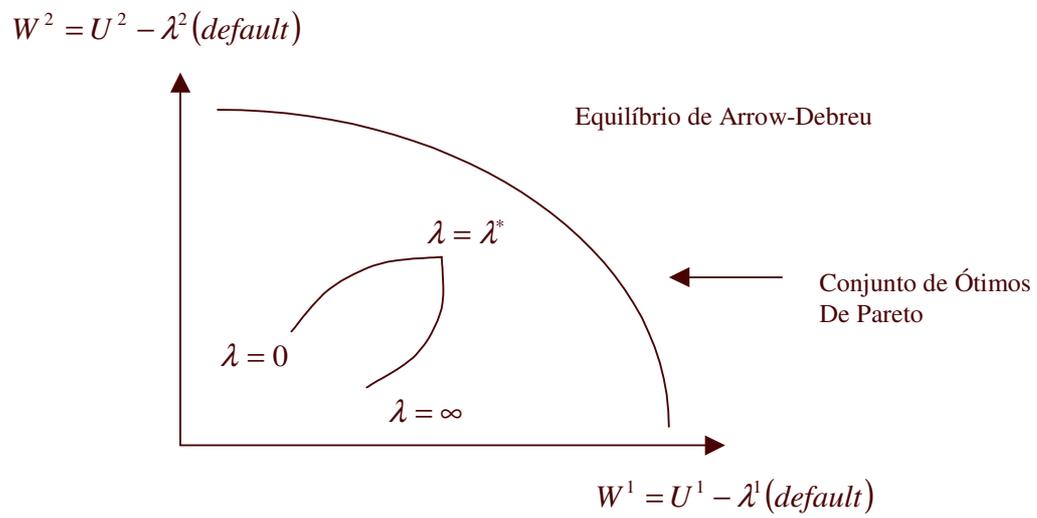
Função utilidade do indivíduo  $h$ :  $w^h(x, \varphi, D) = \sum_{s=1}^3 \log(x_s) - \lambda \sum_{s=1}^3 [\varphi \cdot R_s^0 - D_s]^+$

Problema do consumidor:  $\max_{x, \theta, \varphi, D} w^h(x, \varphi, D)$

Sujeito a:  $\theta - \varphi \leq 0$

$x_s - e_s + D_s \leq \theta K_s, s = 1, 2, 3.$

Nesta economia, o máximo de bem estar se dá para penalidade  $\lambda^* = 6/5$



$\lambda = 0$  - Mercado financeiro colapsa.

$\lambda = \infty$  - Mercado incompleto sem bancarrota

## Garantia

Economia com dois indivíduos, dois períodos (0 e 1) e um estado da natureza.

Há dois bens: F é perecível e H é durável.

Denotam-se por  $x_{tc}$  e  $p_{tc}$  o consumo e o preço do bem  $c$  no período  $t$ .

Há um ativo definido pelo par  $(A, C)$ , no qual  $A$  é o pagamento prometido no período 1 e  $C$  é a garantia exigida no período 0. O pagamento  $A$  pode ser função dos preços dos bens. O agente que vende o ativo é obrigado a ter a quantidade  $C$  do bem H no primeiro período. No segundo período entrega  $Y(p) = \min(A, p_{1H} \cdot C)$ , o menor entre o valor prometido e o valor da garantia. Denota-se por  $q$  o preço do ativo.

Em relação ao indivíduo  $h$ , sejam

$u^h$  a função de utilidade,

$\theta^h$  a quantidade de ativos comprados,

$\varphi^h$  a quantidade de ativos vendidos e

$e_{tc}^h$  a dotação do bem  $c$  no período  $t$ .

O problema do consumidor é

$$\max_{\substack{x_{oF}, x_{oH} \\ x_{1F}, x_{1H} \\ \theta, \varphi}} u^h(x_{oF}, x_{oH} + \varphi \cdot C, x_{1F}, x_{1H})$$

sujeito a

$$p_{oF}x_{oF} + p_{oH}(x_{oH} + \varphi \cdot C) + q\theta \leq p_{oF}e_{oF} + p_{oH}e_{oH} + q\varphi$$

$$p_{1F}x_{1F} + p_{1H}x_{1H} + \varphi Y(p) \leq p_{oF}e_{oF} + p_{1H}(e_{1H} + x_{oH} + \varphi \cdot C) + \theta Y(p)$$

**Exemplo:**

Ver também Geanakopolous et alli.

Funções de utilidade:

$$u^1(x_{0F}, x_{0H}, x_{1F}, x_{1H}) = x_{0F} + x_{0H} + x_{1F} + x_{1H}$$

$$u^2(x_{0F}, x_{0H}, x_{1F}, x_{1H}) = 9x_{0F} - 2(x_{0F})^2 + 15x_{0H} + x_{1F} + 15x_{1H}$$

$$\text{Dotações: } (e_{0F}^1, e_{0H}^1, e_{1F}^1, e_{1H}^1) = (20, 1, 20, 0)$$

$$(e_{0F}^2, e_{0H}^2, e_{1F}^2, e_{1H}^2) = (4, 0, 50, 0)$$

$$\text{Ativo: } (A, C) = (p_{1F}, 1/15)$$

Equilíbrio Arrow-Debreu:

$$(p_{0F}, p_{0H}, p_{1F}, p_{1H}) = (1, 30, 1, 15)$$

$$(x_{0F}^1, x_{0H}^1, x_{1F}^1, x_{1H}^1) = (22, 0, 48, 0)$$

$$(x_{0F}^2, x_{0H}^2, x_{1F}^2, x_{1H}^2) = (2, 1, 22, 1)$$

$$u^1 = 70, u^2 = 62$$

Equilíbrio sem ativo:

$$(p_{0F}, p_{0H}, p_{1F}, p_{1H}) = (1, 16, 1, 15)$$

$$(x_{0F}^1, x_{0H}^1, x_{1F}^1, x_{1H}^1) = \left( 20 + \frac{71}{32}, 1 - \frac{71}{32-16}, 35 - \frac{71-15}{32-16}, 0 \right)$$

$$(x_{0F}^2, x_{0H}^2, x_{1F}^2, x_{1H}^2) = \left( \frac{57}{32}, \frac{71}{32-16}, 35 + \frac{71-15}{32-16}, 1 \right)$$

$$u^1 \approx 56, u^2 \approx 64$$

Equilíbrio com garantia:

$$(p_{0F}, p_{0H}, p_{1F}, p_{1H}) = (1, 18, 1, 15)$$

$$q = 1, \varphi^2 = \theta^1 = 15, \varphi^1 = \theta^2 = 0$$

$$(x_{0F}^1, x_{0H}^1, x_{1F}^1, x_{1H}^1) = (23, 0, 35, 0)$$

$$(x_{0F}^2, x_{0H}^2, x_{1F}^2, x_{1H}^2) = (1, 0, 35, 1)$$

$$u^1 = 58, \quad u^2 = 72$$

## **5 – Uma Sugestão para uma Nova Lei de Falências**

Nossa sugestão tem como base a constatação de que o sistema judiciário brasileiro, como é o caso em muitos países menos desenvolvidos, não dispõe da capacidade de coordenar um sistema complexo de barganha estruturada do tipo capítulo 11 nos EUA. Nesta legislação cabem muitos recursos jurídicos, tem alto custo de implementação e sua adoção só se justifica em casos de firma de médio e grande porte. Este sistema tem sido criticado mesmo nos EUA, país onde obteve maior sucesso, embora muitos países têm copiado de alguma forma esta legislação.

Inicialmente, gostaríamos de ressaltar que sem a mitigação dos problemas criados pela absoluta prioridade dos créditos trabalhistas e tributários não haverá interesse dos credores em participar do processo de falência de forma geral. Mais recentemente, têm sido feitas algumas sugestões interessantes a este respeito. É importante também que se incorporem na nova Lei mecanismos que limitem os direitos de sucessão que têm sido até agravados na prática jurídica recente.

A nossa proposta, baseada na literatura de Economia do Direito recente, pode ser resumida da seguinte forma: em caso de inadimplência, e caso exista acordo rápido entre credores e devedores, o juiz simplesmente homologaria este acordo, caso solicitado. Caso contrário, o juiz leiloaria as ações da empresa e dividiria o montante financeiro obtido de acordo com os blocos de interesse  $B_1$ ,  $B_2$  e  $B_3$  abaixo.

$B_1$  – Bloco de recursos a ser transferido aos credores preferenciais e outros com situação bem definida.

$B_2$  – Bloco de recursos colocados como reserva para credores ainda por definir (reserva contra futuros credores). A existência deste bloco facilitaria a atuação do juiz que terá mais tempo para definir o quadro completo de credores.

$B_3$  – Bloco de recursos que iriam para os antigos donos da firma.

Para melhor eficácia seria interessante a obediência às seguintes restrições:

$$B_1 + B_2 + B_3 = 100 = \text{recursos obtidos com o leilão das ações da firma.}$$

$$51 \leq B_1 \leq 100$$

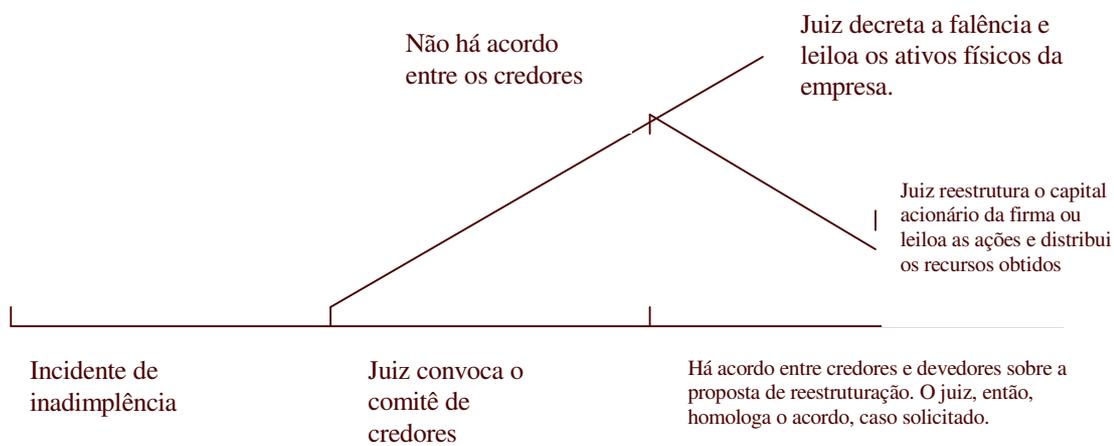
$$0 \leq B_2 \leq 49$$

$$0 \leq B_3 \leq 40$$

Observações:

- 1)  $B_2$  – é uma reserva contra futuros processos. É uma idéia que tem sido aplicada no mercado financeiro, exceto que aqui não temos o governo como prestador de última instância. Esta parcela da propriedade da firma fica como garantia contra futuras responsabilidades da massa falida.
- 2) Os bens oferecidos como garantia e que sejam associados as atividades principais da firma continuam de posse da firma durante um período de graça dado a esta para que se reorganize. As garantias não associadas à atividade principal poderiam passar para a propriedade dos credores de forma imediata.
- 3) Com a implementação desta proposta pretende-se estimular um mercado secundário de título de créditos que permitiria o aparecimento de especialistas em reorganização de empresas, conhecidos nos Estados Unidos como “vulture capitalism” ou capitalistas abutres que têm importante função neste mercado.
- 4) Poderia-se dar um prazo para a apresentação dos credores. Após vencido este prazo, novos credores só poderiam processar a massa falida que seria convertida no bloco de participação acionária,  $B_2$ , qual seria ativa por um período fixo, após o qual a parte não entregue para os novos credores seria reintegrada ao capital social da empresa.
- 5) A possibilidade de liquidação da empresa continua como alternativa para os novos proprietários.

- 6) Poderíamos incluir a possibilidade de o juiz determinar, em vez do leilão das ações da firma, a reestruturação acionária compulsória. Neste caso, os recursos obtidos seriam repartidos proporcionalmente em blocos de ações  $B_1$ ,  $B_2$  e  $B_3$ .
- 7) O bloco de recursos colocados à disposição dos antigos proprietários se justificariam, além da busca de equilíbrio entre credores e devedores, pela diminuição de perigos morais que induzem os donos de firma a incorrer demasiados riscos e mesmo à fraude em caso de situação pré-falimentar pois temem não obter nada dali para frente.
- 8) Alguns créditos trabalhistas e fiscais poderiam converter-se em  $B_1$  ou  $B_2$ .
- 9) A sugestão acima proposta tem como um dos objetivos casos como o da firma Arapuã, onde por pouco não se concretizou o acordo feito pela maioria dos credores.
- 10) Existem propostas interessantes de ponderar os diversos credores: trabalhistas, governos, bancos, fornecedores, preferenciais, etc ... e dividir o montante obtido no leilão do capital acionário entre eles de acordo com os valores de proporcionalidade pré-estabelecidos. Ver a este respeito Balz.
- 11) Os leilões intervêm tanto no caso de venda de ativos das firmas em liquidação quanto no caso de venda das ações da firma. Gostaríamos de chamar a atenção de que a teoria moderna dos leilões tem sido aplicada com sucesso na prática. Os leilões fechados facilitam a manipulação por parte dos compradores. Por outro lado, os leilões abertos desencorajam a participação de compradores mais fracos, isto é, que tenham menos chances de vencer. A solução apresentada tem sido o desenho de leilões híbridos ou “anglo-dutch” que combinam aspectos favoráveis dos dois.



## **6 – Proposta para Agilizar o Processo de Falência através do Leilão de Créditos Fiscais**

O empecilho maior para o bom funcionamento do processo falimentar no Brasil, inclusive porque desestimula a participação dos credores é a prioridade fiscal agravada com a sucessão garantida pelo código tributário nacional. Muitos países, inclusive a Alemanha caminharam para a relativização desta prioridade. No Brasil, devido a diversos motivos, esta alternativa parece descartada. Assim é que para contornar este problema surgiu a sugestão de realização de leilões em hasta pública da massa falida. Este tipo de leilão, como já é verdadeiro no caso de leilões de imóveis estabeleceria um teto para o montante financeiro que estaria sujeita a ações de cobrança posterior pelo fisco. Uma outra possibilidade que gostaríamos de sugerir aqui é a de que o fisco realizasse leilões dos seus créditos, em caso de empresa em situação de inadimplência.

Em seguida vamos listar as possibilidades destes leilões dos créditos fiscais (LCF daqui por diante), feitas em ordem crescente quanto à manutenção da prioridade fiscal na massa falida conforme previsto no código tributário nacional.

- (i) os créditos fiscais leiloados manteriam sua prioridade no processo de falência, em particular no caso do leilão da firma feita em bloco e já despida de seus débitos, exceto os trabalhistas e possivelmente os com garantia.
- (ii) Os donos do créditos fiscais leiloados teriam uma opção de recebimento da posse da firma como um todo já despida de todos os outros débitos exceto os trabalhistas e possivelmente os com garantia. Estas duas últimas possibilidades possuem semelhança com a proposta de Hart e outros acima mencionados. Neste caso os outros credores teriam o direito de recomprar a firma pelo valor original dos créditos fiscais.

Cabem aqui algumas observações:

1 – O Tesouro não precisaria esperar o momento da falência para realizar seus leilões. Deveria fazê-lo também no caso de firmas em recuperação ou com débitos em atraso de forma geral.

2 – O desenho do leilão de créditos fiscais seria importante para a obtenção da maior receita possível pelo fisco. Sugerimos a realização de leilões híbridos, isto é de leilões fechados seguidos de abertos ou vice versa.

### 3 – Algumas vantagens dos leilões de créditos fiscais:

- Com os LCF criam-se agentes novos interessados no processo de falência da firma que podem ser especialistas como advogados, contadores e administradores de empresas especializados na reorganização de empresas ou firmas de cobrança.
- O preço do LCF já deve apresentar um deságio de **C** que são os custos jurídicos e outros a serem feitos pela parte compradora para a efetivação do posterior processo de falência da firma. No caso mais freqüente no qual o valor da firma é menor que o dos créditos fiscais plenos não existem agentes interessados na participação do processo falimentar, que é sempre oneroso isto porque:

Os credores da firma não participam porque no final do processo não recebem nada, devido à prioridade fiscal. Esta é a situação atual.

Contudo, uma vantagem da venda em hasta pública seria a possibilidade de dar prosseguimento ao processo falimentar mesmo no caso do Tesouro não realizar os LCF o que seria fatal no caso em que o valor da massa falida seja menor que dos créditos fiscais. Esta alternativa também é muito útil no caso da venda de parte dos ativos e de subsidiárias durante o processo de reorganização de empresas que uma nova lei de falências teria como objetivo estimular.

## **7 - Conclusão**

Como vimos no texto, a abordagem econômica às Leis de Falência traz muitos ensinamentos. O primeiro é o de que não existem soluções fáceis para o problema através de um sistema de opções como o proposto por Bebchuck pois ele, embora engenhoso, pressupõe a liquidez dos acionistas o que não se dá justamente quando existe o fenômeno da insolvência. As alternativas de leilão propostas por Hart e outros co-autores, por sua vez, pressupõem a capacidade do judiciário de promover complexos leilões o que já não é o caso nos países desenvolvidos e muito menos nos outros.

Em seguida, mostramos através de exemplos numéricos como é complexa a tarefa das Leis de Falência, que devem estipular uma penalidade para os devedores para desencorajá-los à inadimplência, mas não demasiado forte para desencorajá-los à participação no mercado financeiro, uma vez que a inadimplência se deve muitas vezes a motivos fora de seu controle. Finalmente apresentamos proposta para a simplificação da Lei de Falências com base na teoria atual. Na última seção sugerimos um leilão para contornar a prioridade fiscal.

## 8 - Bibliografia

- Aghion., O.Hart and J.Moore. 1992. "The Economics of Bankruptcy Reform," *Journal of Law, Economics and Organization*, 8: 523-46.
- \_\_\_\_\_ 1995. "Insolvency Reform in the UK: A Revised Proposal", *Insolvency Law & Practice*, 11:67-74.
- Araujo, A., P. Monteiro e M. Páscoa, (1996), "Infinite Horizon Incomplete Markets with a Continuum of States", *Mathematical Finance*, 6, 119-132.
- Araujo, A., P. Monteiro e M. Páscoa, (1998), "Incomplete Markets, Continuum of States and Default", *Economic Theory* 11, 205-213.
- Araujo, A. (2001), Relatório para o Banco Central – Os Fundamentos Teóricos da Bancarrota.
- Araujo, A., J. Orillo e M. Páscoa, (2000), "Equilibrium with Default and Endogenous Collateral", *Mathematical Finance* Vol. 10, Nº 1, 1- 21.
- Araujo, A. e M. Páscoa, (2001), "Bankruptcy in a Model of Unsecure Claims", Working Paper IMPA, forthcoming in *Economic Theory*.
- Araujo, A., M. Páscoa e J. P. Torres, (2002), "Collateral Avoids Ponzi Schemes in Incomplete Markets", *Econometrica*, May.
- Aumann, R. e M. Maschler, (1985), "Game Theoretic Analysis of a Bankruptcy Problem from the Talmud", *Journal of Economic Theory*, 36, 1955-213.
- Bebchuck, L. A. 1988. "A New Approach to Corporate Reorganizations", *Harvard Law Review*, 101:775-804.
- Bebchuck, L.A., and J.M. Fried. 1996. "The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy", *The Yale Law Journal*, 105:857-934.
- Balz, Manfred. "Simplifying Bankruptcy", Pré-Publicação.
- Bebchuk, Lucien A. 2001. "A New Approach to Valuing Secured Claims in Bankruptcy", *Working Paper 8276*, National Bureau of Economic Research.
- Bufford, H.S.L.. 1994. "What is Right About Bankruptcy Law and Wrong about Its Critics", *Washington University Law Quarterly*, 72: 829-848.
- Dilger, A. "The Market is Fairer than Bebchuk's Scheme", Pré-Publicação.

- Dubey, P., J. Geanakoplos e M. Shubik, (1989), “Liquidity and Bankruptcy with Incomplete Markets: Pure Exchange”. Cowels Foundation Discussion Paper 900.
- Dubey, P., J. Geanakoplos e M. Shubik, (1987), “The Revelation of Information in Strategic Market Games: A Critique of Rational Expectation Equilibrium”, *Journal of Mathematical Economics*, 16, 105-137.
- Dubey, P., J. Geanakoplos e W. Zame, (1995), “Default, Collateral, and Derivatives”. Yale University, mimeo.
- Fletcher, I. F. 1994. “The Commentary on Aghion, Hart, and Moore, Improving Bankruptcy Procedure”, *Washington University Law Quarterly*, 72: 879-881.
- Franks, J., e O. Sussman. 1999. “Financial Innovations and Corporate Insolvency”, mimeo, London Business School.
- Gilson, S.C.; J. Kose e L.Larry. 1990. “Troubled Debt Restructurings”, *Journal of Financial Economics*, 27: 315-353.
- Hart, O., R. La Porta Drago, F.Lopez-de-Silanes, and J.Moore. 1997. “A New Bankruptcy Procedure that Uses Multiple Auctions”, *European Economic Review*, 41:461-73.
- Hart, O. 2000. “Different Approaches to Bankruptcy”. *Working Paper 7921*, National Bureau of Economic Research.
- Hart, O., (1975), “On the Optimality of Equilibrium When the Market Structure is Incomplete”, *Journal of Economic Theory* 11, 418-430.
- La Porta, R., F.Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny. 1998. “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106:1113-55.
- Levine, D.K., e W.R. Zame (1996): “Debts Constraints and Equilibrium in Infinite Horizon Economies with Incomplete Markets”, *Journal of Mathematical Economics*, 26, 1429-1445.
- Modica, S., A. Rustichini e J. M. Tallon, (1995), “Unawareness and Bankruptcy: A General Equilibrium Model”, *Economic Theory*, forthcoming, versão revisada de CORE discussion paper 9573 (“A Model of General Equilibrium with Unforeseen Contingencies”).
- Moulin, H., (1987), “Equal or Proportional Division of a Surplus, and Other Methods”, *International Journal of Game Theory*, 16, 161-186.
- Rowat, M., and J.Astigarraga. 1999. “Latin American Insolvency Systems: A Comparative Assessment”, *World Bank Technical Paper* nº 433.

Whitford, W. C. 1994. "What's Right About Chapter 11", *Washington University Law Quarterly*, 72: 1379-1406.

Young, H. P., (1988), "Distributive Justice and Taxation", *Journal of Economic Theory*, 44, 321-335.

Young, H. P., (1987), "On Dividing an Amount According to Individual Claims of Liabilities", *Mathematics of Operational Research*, 12, 398-414.

Zame, W., (1993), "Efficiency and the Role of Default when Security Markets are Incomplete", *American Economic Review*, 83, 1142-1164.