

OS INSTITUTOS JURÍDICOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DE EMPRESAS E DA FALÊNCIA: uma análise a partir de uma perspectiva econômica e gerencial

GUSTAVO HENRIQUE DE OLIVEIRA AMARAL¹
ROY MARTELANC²

SUMÁRIO: Introdução. 1. O papel dos institutos de reorganização e de liquidação no âmbito das empresas em crise. 2. Os efeitos *ex-ante* dos institutos de reorganização e de liquidação no mercado empresarial. 3. Mecanismos de incentivo econômico para a solução preventiva da insolvência empresarial. Considerações finais. Referências Bibliográficas.

Introdução

Diante de uma prolongada e severa crise político-econômica no país, e do consequente aumento do número de sociedades empresárias inadimplentes e de pedidos de recuperação judicial³, a análise dos institutos jurídicos de reorganização e de liquidação empresarial ganha relevância. Os questionamentos quanto a real

RESUMO: A maior parte das pesquisas sobre insolvência corporativa analisa os institutos de reorganização judicial e de liquidação exclusivamente no âmbito das empresas em crise. Porém, argumenta-se que uma legislação de insolvência eficiente e eficaz deve considerar também os efeitos das normas e de sua aplicação sobre o mercado empresarial como um todo, em especial, sobre as decisões dos agentes econômicos vinculados às empresas que se encontrem em situação de normalidade. Neste contexto, exploram-se os procedimentos de recuperação judicial de empresas e de falência, sob uma perspectiva econômica e gerencial, evidenciando-se os efeitos antecedentes (efeitos *ex-ante*) sobre o mercado empresarial que as normas falimentares podem gerar e a importância de mecanismos de incentivo econômico para a solução preventiva da insolvência empresarial.

Palavras-Chave: Reorganização - Recuperação Judicial - Liquidação - Falência - Efeitos *ex-ante*.

Abstract: Most corporate insolvency research analyzes reorganization and liquidation proceedings in the context of insolvent business. However, we argue that an efficient and effective insolvency law must also consider the effects of the rules and its application in the entire business market, in particular regarding economic agents' decisions of non-insolvent business. Therefore, we explore the court-supervised reorganization and the bankruptcy proceedings from an economic and managerial perspective. We aim to highlight the *ex-ante* effects on business market which bankruptcy rules may generate and the importance of economic incentive mechanisms to foster preventive solutions of corporate insolvency.

Keywords: Reorganization - Court-supervised reorganization - Liquidation - Bankruptcy - *Ex-ante* effects.

¹ Administrador de Empresas e Advogado. Doutorando em Administração pela Universidade de São Paulo - USP. Mestre em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG. Especialista em Direito de Empresa pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais - PUC/MG. Contato: ghoamaral@hotmail.com.

² Professor Doutor da Faculdade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP). Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo - USP. Contato: rmartela@usp.br.

³ Dados do Serasa Experian revelam que ao final do ano de 2018 havia 5,6 milhões de empresas inadimplentes no Brasil (em março de 2016, data de início da série histórica, o número de empresas com pagamentos em atraso era de 4,4 milhões). O total de recuperações judiciais requeridas entre 2015-2018 totalizou 5.978, ao passo que entre 2011-2014 o número de pedidos foi de "apenas" 2.974. Quanto aos procedimentos de falência, verificou-se maior estabilidade, tendo sido requeridas 6.802 entre 2015-2018 e 7.085 entre 2011-2014. SERASA EXPERIAN. *Indicadores Econômicos*. 2019. Disponível em <<https://www.serasaexperian.com.br/amplie-seus-conhecimentos/indicadores-economicos>>.

eficiência e efetividade destes institutos para o saneamento do mercado empresarial, por meio da manutenção das atividades econômicas viáveis e da eliminação das empresas inviáveis economicamente, reforçam-se diante de processos judiciais extremamente longos e onerosos⁴ e de levantamentos iniciais que revelam a baixa taxa de sucesso do instituto da recuperação judicial no Brasil⁵.

A maior parte das pesquisas sobre o tema explora e discute os institutos da recuperação judicial e da falência exclusivamente no âmbito das empresas em crise. Neste contexto, as pesquisas analisam variadas legislações de insolvência (como a lei 11.101/2005) a fim de verificar se suas normas se mostram adequadas às reais necessidades das empresas em dificuldade econômico-financeira, seja para a efetiva reabilitação da atividade econômica, seja para a eficiente liquidação dos ativos⁶.

Entretanto, a análise com foco exclusivo nas empresas em dificuldade econômico-financeira ignora o potencial impacto da legislação de insolvência sobre as decisões dos vários agentes econômicos cuja atividade não se encontra em estado de crise. Um empresário individual ou um administrador de sociedade empresária, por exemplo, tomará decisões e atos de acordo com os incentivos e desincentivos estabelecidos nos sistemas jurídico, econômico e social no qual a atividade econômica é exercida. Dessa forma, a efetividade e a eficiência da legislação de insolvência não se limitam à análise dos efeitos sobre os casos das empresas em crise, mas também abrangem os efeitos sobre o mercado empresarial como um todo, em especial, sobre as decisões dos agentes econômicos vinculados às empresas que se encontrem em situação de normalidade.

Nesse contexto, o presente artigo pretende explorar, sob uma perspectiva econômica e gerencial, os procedimentos de recuperação judicial de empresas e de falência, considerando-se os efeitos *ex-ante* sobre o mercado empresarial. O intuito do trabalho é evidenciar os riscos de se ignorar na elaboração ou nas alterações de legislações de insolvência, assim como na análise dos institutos jurídicos, os efeitos antecedentes sobre o mercado empresarial que as normas falimentares podem gerar.

⁴ JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; MÁRIO, Eliseu Martins; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, v. 13, n. 1, 20-48, 2017, p. 43-45; WORLD BANK. *Doing Business: Brazil*. 2019, p. 94.

⁵ Os dados iniciais do número de empresas que concluíram o processo de recuperação judicial, com base em diferentes amostras no tempo, revelam uma taxa de sucesso que varia de 1% a 26%. JORNAL ESTADAO. *Só 1% das empresas sai da recuperação judicial no Brasil*. 2013. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,so-1-das-empresas-sai-da-recuperacao-judicial-no-brasil-imp-,1085558>>; JORNAL ESTADAO. *Apenas um a cada quatro empresas consegue se recuperar judicialmente*. 2016. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/releases-ae,apenas-uma-a-cada-quatro-empresas-conseguem-se-recuperar-judicialmente,10000096626>>; REVISTA EXAME. *Recuperação judicial no Brasil: as lições de quem sobreviveu*. 2018. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/revista-exame/recuperacao-judicial-no-brasil-as-licoes-de-quem-sobreviveu/>>.

⁶ LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy Survival. In: *UCLA Law Review*, Forthcoming; UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 14-11, 2014. WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics. In: *Michigan Law Review*, Vol. 107, Issue 4, 603-642, 2009. MILLER, Harvey R.; WAISMAN, Shai Y. Does Chapter 11 Reorganization Remain a Viable Option for Distressed Businesses for the Twenty-First Century? *American Bankruptcy Law Journal*, v. 78, 2004.

1. O papel dos institutos de reorganização e de liquidação no âmbito das empresas em crise

Os institutos de reorganização e de liquidação, nos diversos ordenamentos jurídicos, possuem a similaridade de ter como objetivos um sistema jurídico que fomente a manutenção das empresas viáveis e a eliminação das empresas inviáveis economicamente. Alguns sistemas se orientam no sentido de maior proteção aos interesses dos credores, como o sistema inglês, enquanto outros sistemas mantêm uma maior orientação na proteção da atividade econômica em si, como o atual sistema brasileiro.

Na análise das empresas em crise, a questão pendular quanto à maior ou menor proteção dos credores⁷ se reflete nos procedimentos de reorganização e de liquidação adotados⁸. Para doutrinadores aderentes à Teoria da Barganha dos Credores na Falência (*Creditors' Bargain Theory of Bankruptcy*), os interesses tutelados devem se concentrar nos credores e nos acionistas, que são aqueles que assumem o risco residual dos negócios (*residual claims*)⁹. Se a liquidação da empresa resulta em maior retorno para credores e acionistas, a atividade econômica deve ser interrompida e seus ativos liquidados, independentemente da eliminação de empregos e de eventuais perdas aos consumidores e comunidade¹⁰.

De outro lado, para os doutrinadores vinculados à Teoria da Função Social da Empresa, o procedimento de reorganização judicial também é “pensado para produzir consideráveis externalidades positivas, como manutenção dos empregos, preservação da fonte de recursos fiscais e avanços na estabilidade da comunidade”¹¹. É o reconhecimento de que a importância da atividade econômica não se restringe aos interesses dos sócios de uma sociedade empresária, mas, também, envolve os interesses de toda a coletividade¹². Portanto, a reorganização judicial, e o seu potencial maior valor econômico pela manutenção da atividade econômica (*going-concern value*), é mecanismo compatível com o crescimento econômico e o desenvolvimento social¹³⁻¹⁴.

⁷ COSTA, Daniel Carnio. Prefácio. In: BERNIER, Joice Ruiz. *Administrador Judicial na Recuperação e na Falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 17-18.

⁸ Sustenta-se que a análise da tutela dos interesses dos agentes econômicos envolvidos, em especial dos credores, deve ser vista em conjunto com outras normas de direito comercial e civil (contratos e obrigações), extravagantes ao direito de insolvência em si.

⁹ JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Harvard University Press, 1986, p. 14, 32-33.

¹⁰ LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy Survival. In: *UCLA Law Review*, Forthcoming. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 14-11, 2014, p. 3-4.

¹¹ “A reorganization is also thought to produce substantial positive externalities, such as maintaining employment, preserving the local tax base, and advancing community stability”. WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics*. 2009. In: *Michigan Law Review*, Vol. 107, Issue 4, p. 625.

¹² GUIMARÃES, Márcio Souza. O Direito Francês como exemplo de prevenção à crise da empresa: instrumentos preventivos de dificuldades das empresas. In: COELHO, Fábio Ulhoa; LIMA, Thiago Asfor Rocha e NUNES, Marcelo Guedes (org.). *Reflexões sobre o Projeto de Código Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 599.

¹³ Neste sentido está a lei 11.101/2005, ao estabelecer os objetivos do instituto da recuperação judicial de empresas e da falência. In: *verbis*: “Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade

Em termos probabilísticos, a capacidade dos agentes envolvidos de classificar adequadamente a viabilidade de cada atividade econômica dependerá, dentre outros aspectos, do ordenamento jurídico em análise. A classificação de uma empresa viável como inviável representa um erro tipo I e a classificação de uma empresa inviável como viável representa um erro tipo II¹⁵. Uma legislação mais “pró-credor” tende a resultar em maiores erros do tipo I, enquanto uma legislação mais “pró-empresa” tende a ter maior nível do erro tipo II.

Quadro 1 - Classificação da viabilidade da atividade econômica (erros tipo I e tipo II)

Verdade (Realidade)	Decisão de Classificação	
	<i>Empresa Viável</i>	<i>Empresa Inviável</i>
<i>Empresa Viável</i>	Classificação Correta	Erro Tipo I
<i>Empresa Inviável</i>	Erro Tipo II	Classificação Correta

A tradicional avaliação da eficiência dos institutos de recuperação judicial e de falência (eficiência *ex-post*) considera a capacidade da legislação, da jurisprudência e da prática contratual¹⁶ em corretamente apontar um procedimento de reorganização ou de liquidação a cada situação de empresa em crise, de modo a se “maximizar o valor total da firma, e conseqüentemente o retorno que os credores deveriam receber em caso de insolvência”¹⁷.

Em casos concretos, o valor de liquidação pode ser maior que o valor da manutenção da atividade produtiva (reorganização), diante da possibilidade de melhor realocação de ativos e de recursos da empresa em crise¹⁸. Apesar disso, observa-se em parte da doutrina e da jurisprudência a interpretação das normas de insolvência com prioridade à reorganização empresarial em detrimento de outros princípios, como o da eficiência econômica¹⁹⁻²⁰.

econômica” e “Art. 75. A falência, ao promover o afastamento do devedor de suas atividades, visa a preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa”.

¹⁴ Outra perspectiva complementar é a discussão em torno do contratualismo, do institucionalismo e da análise estruturalista do interesse social das sociedades empresárias, em situações de normalidade e em crise, como bem explorado por Calixto Salomão Filho. SALOMÃO FILHO, Calixto. Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial. São Paulo: Marcial Pons, 2015, pp. 153-177. SALOMÃO FILHO, Calixto. Recuperação de Empresas e Interesse Social. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*. 2ª edição. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, pp. 43-54.

¹⁵ ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 3, n. 2, 209-254, 2006, p. 234.

¹⁶ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

¹⁷ ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 3, n. 2, 209-254, 2006, p. 210.

¹⁸ SCHWARTZ, Alan. A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy. *The Yale Law Journal*, v. 107, 1807-1851, 1998, p. 1818.

¹⁹ BAROSSO FILHO, Milton. Lei de Recuperação de Empresas: Uma Análise Econômica Baseada em Eficiência Econômica, Preferências e Estratégias Falimentares. *Economic Analysis of Law Review*, Brasília, vol. 2, n.1, 30-40, 2011, p. 31.

²⁰ REsp nº 1.532.943/MT; REsp nº. 1.700.487/MT; REsp 1.302.735-SP.

Pesquisas empíricas que avaliam os resultados dos institutos ou das legislações de insolvência em cada caso concreto, ou seja, que desenvolvem uma “microanálise”, envolvem a avaliação do número de plano aprovados²¹, as taxas de recuperação de crédito pelos credores²² e a taxa de sobrevivência das empresas após os procedimentos de reorganização²³. Como se observa, nestes estudos, as premissas de “sucesso”, “êxito” ou “eficiência” dos institutos de reorganização ou de liquidação envolvem apenas os efeitos *ex-post* e são concentradas exclusivamente nos credores e devedores envolvidos nos processos de insolvência em análise.

2. Os efeitos *ex-ante* dos institutos de reorganização e de liquidação no mercado empresarial

Além da adequada classificação das empresas em crise quanto a viabilidade econômico-financeira em cada caso concreto, cabe às legislações de insolvência influenciar o mercado empresarial como um todo, em termos de melhores condições para os investimentos e para o acesso a capital por parte de empresários individuais e sociedades empresárias, esteja a atividade econômica exercida em crise ou não.

A efetividade das legislações de insolvência deve envolver um maior acesso e um menor custo do crédito aos agentes econômicos, a partir de maiores expectativas de retorno dos créditos inadimplidos por empresas insolventes e de um menor nível de violação das regras de prioridade absoluta definidas²⁴. Sistemas de insolvência que garantam uma equilibrada proteção aos credores das empresas em crise tendem, *ceteris paribus*, a resultar em níveis mais altos de recuperação de crédito em caso de insolvência, o que um custo *ex-ante* de crédito menor e aumenta o acesso e a utilização de crédito²⁵. Da mesma forma, garantias de que não ocorram excessivos desvios²⁶ às prioridades de recebimento dos fornecedores de crédito financeiro ou comercial, originadas das normas legais quando da contratação do crédito, e observadas na aplicação da lei de insolvência ao caso concreto, tendem a reduzir as taxas de juros cobradas pelos credores, ou mesmo, a

²¹ WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics. In: *Michigan Law Review*, Vol. 107, Issue 4, 603-642, 2009.

²² BRIS, Arturo; WELCH, Ivo; ZHU, Ning. The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 3, 1253-1303, 2006.

²³ LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy Survival. In: *UCLA Law Review*, Forthcoming. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 14-11, 2014.

²⁴ ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 3, n. 2, 209-254, 2006, p. 220-223.

²⁵ PONTICELLI, Jacopo; ALENCAR, Leonardo S. Court Enforcement, Bank Loans and Firm Investment: Evidence from a Bankruptcy Reform In: Brazil. *Banco Central do Brasil Working Papers* 425, 2016, p. 7.

²⁶ Parte da literatura entende que uma porção do valor da empresa em crise deve ser alocada também aos acionistas e gestores (“pequenos” desvios da regra de prioridade absoluta) como forma de incentivar ações eficientes e tempestivas e redução do risco moral. ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 3, n. 2, 209-254, 2006, p. 211.

ampliar o acesso ao crédito aos empresários individuais e às sociedades empresárias²⁷.

Como resultado de um maior acesso e de um menor custo de capital, um maior número de projetos terá um valor presente líquido positivo, indicando a viabilidade econômico-financeira de um maior número de negócios, o que não ocorreria em um sistema de insolvência com maiores ineficiências²⁸. Como consequência, a expectativa é de maiores níveis de investimento e de crescimento da atividade econômica, renda e empregos na localidade ou no país.

Os adequados incentivos aos agentes econômicos nas tomadas de decisões quando uma atividade econômica se encontra em estado de normalidade e nos momentos que antecedem um eventual pedido de recuperação judicial ou de falência também são aspectos essenciais das legislações falimentares com vistas a manutenção de um ambiente empresarial saudável.

Normas falimentares que incentivem a manutenção de atividades economicamente inviáveis tendem a mitigar os cuidados e esforços despendidos por empresários individuais e por administradores de sociedades empresárias na condução dos negócios²⁹. Em uma eventual insolvência, procedimentos de reorganização judicial possibilitarão que esses gestores continuem obtendo retornos financeiros no exercício da atividade econômica, ainda que por tempo determinado (até a posterior liquidação da empresa, por tardio reconhecimento de sua inviabilidade econômico-financeira). Estas normas favorecem desvios decorrentes de risco moral (*moral hazard*) em relação a escolha de projetos de investimentos, às políticas de pagamento de dividendos a acionistas, ainda que a empresa esteja em iminente crise, e às decisões quanto ao maior nível de endividamento de sociedade empresária³⁰. No mesmo sentido, regimes de insolvência que reduzem a proteção anteriormente estipulada a credores tendem a gerar um menor nível de monitoramento pelos credores sobre a gestão da atividade econômica, em razão dos custos envolvidos no acompanhamento e dos menores benefícios obtidos em eventual processo de insolvência³¹, o que mitiga o efeito disciplinador da dívida³².

²⁷ BEBCHUK, Lucian A. Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 1, 445-460, 2002, p. 453.

²⁸ CORNELLI, Francesca; FELLI, Leonardo. Ex-ante Efficiency of Bankruptcy Procedures. *European Economic Review*, v. 41, 475-485, 1997, p. 477.

²⁹ LISBOA, Marcos de Barros. A Racionalidade Econômica da Nova lei de Falências e de Recuperação de Empresas. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de. *Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 2.

³⁰ BEBCHUK, Lucian A. Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 1, 445-460, 2002, p. 447.

³¹ De outro lado, a garantia total de respeito às prioridades de recebimento dos credores (*absolut priority rule*), aliada a um poder total de decisão sobre os rumos dos procedimentos de insolvência, também poderia mitigar os incentivos de monitoramento das ações da sociedade empresária tomadora de crédito. CORNELLI, Francesca; FELLI, Leonardo. Ex-ante Efficiency of Bankruptcy Procedures. *European Economic Review*, v. 41, 475-485, 1997, p. 477.

³² JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, 323-329, 1986, p. 325-326.

De outro lado, normas que excessivamente estimulem a liquidação das empresas podem resultar em uma maior aversão ao risco pelos empreendedores³³, resultando em menores níveis de investimentos. No caso de empresas que já se encontrem em crise, uma vez que a apropriação dos fluxos de caixa futuros de projetos tende a ser exclusivo dos detentores de dívida, a redução do incentivo dos acionistas a estes novos investimentos tende a ser ainda maior³⁴. A postergação da formalização dos pedidos de reorganização judicial ou de liquidação, de modo que os empresários individuais e os gestores das sociedades empresárias possam transferir e extrair renda no estágio pré-falimentar, é mais uma consequência negativa esperada nestes sistemas³⁵. Outra reação de gestores de sociedades empresárias em crise a normas que priorizam em demasia a liquidação das empresas é o direcionamento dos investimentos a projetos de risco extremamente elevados, cuja probabilidade de sucesso é baixa, mas cujos retornos sejam altos o suficiente para evitar uma possível liquidação, caso se tenha sucesso no projeto de alto risco³⁶. Entretanto, em termos gerais, os comportamentos voltados a maiores níveis de risco acabam por aumentar as perdas no exercício da atividade econômica.

Neste sentido, o equilíbrio das normas falimentares em relação aos incentivos e às sanções aos empresários individuais e gestores de sociedades empresárias é essencial para que sejam mitigados os problemas de risco-moral³⁷, que podem afetar o mercado empresarial como um todo, inclusive as empresas saudáveis³⁸. Se de um lado, deve-se prever punições aos empresários e aos administradores de sociedade empresárias de modo a aumentar os esforços na condução dos negócios e a reduzir uma excessiva tomada de risco a custo dos credores³⁹, o que pode gerar significativas melhorias na gestão financeira das sociedades empresárias quando ainda em estado de normalidade⁴⁰; de outro lado, as punições não podem ser fonte de fortes desincentivos ao exercício e gestão da atividade empresarial, resultando na diminuição dos investimentos na atividade e

³³ LISBOA, Marcos de Barros. A Racionalidade Econômica da Nova lei de Falências e de Recuperação de Empresas. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de. *Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 2.

³⁴ BORENSZTEIN, Eduardo; YE, Lei Sandy. Corporate Debt Overhang and Investment: Firm-Level Evidence. *Policy Research Working Paper*, n. 8553. World Bank, Washington, DC. 2018, p. 13.

³⁵ ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 3, n. 2, 209-254, 2006, p. 211.

³⁶ BEBCHUK, Lucian A. Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 1, 445-460, 2002, p. 447. ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 3, n. 2, 209-254, 2006, p. 225.

³⁷ LISBOA, Marcos de Barros. A Racionalidade Econômica da Nova lei de Falências e de Recuperação de Empresas. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de. *Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 6.

³⁸ Por exemplo, o uso indevido de mecanismos da recuperação judicial por empresas insolventes inviáveis para que se mantenha, de forma “artificial” e temporária, uma posição mercadológica vantajosa, como menores custos de produção, pode ter como resultado o início do declínio de empresas até então saudáveis em razão de uma concorrência desleal, gerando um significativo custo social.

³⁹ CORNELLI, Francesca; FELLI, Leonardo. Ex-ante Efficiency of Bankruptcy Procedures. *European Economic Review*, v. 41, 475-485, 1997, p. 476.

⁴⁰ AGRAWAL, Ashwini K.; GONZALEZ-URIBE, Juanita; MARTINEZ-CORREA, Jimmy. Measuring the Ex-Ante Incentive Effects of Bankruptcy Reorganization Procedures. *SSRN Working Paper*, 2019, p. 1.

nos esforços para saída da crise, o que mitiga a possibilidade de real soerguimento de atividades econômicas viáveis.

A análise dos efeitos antecedentes (efeitos *ex-ante*) dos institutos de reorganização e de liquidação judicial sobre o comportamento dos indivíduos no mercado empresarial como um todo amplia o tradicional foco das pesquisas exclusivamente nos efeitos das normas sobre as decisões dos agentes de empresas em crise. Dessa forma, reconhecem-se os efeitos dos incentivos e desincentivos que as normas falimentares podem gerar sobre o comportamento dos agentes econômicos de empresas em situação de normalidade ou de pré-crise.

Pesquisas empíricas que avaliam os resultados dos institutos ou das legislações de insolvência sobre o mercado empresarial como um todo, em nível macroeconômico, são mais recentes e, ainda, em menor número. Estas pesquisas envolvem a análise dos efeitos sobre os fatores de produção, como o mercado de crédito (volume e custo do crédito)⁴¹ e o mercado de trabalho⁴², e sobre indicadores econômicos gerais, como o nível de atividade econômica⁴³, o número de estabelecimentos comerciais⁴⁴ e a taxa de inadimplência corporativa⁴⁵.

3. Mecanismos de incentivo econômico para a solução preventiva da insolvência empresarial

O equilíbrio da legislação de insolvência e de seus institutos jurídicos abrange a maximização do valor da empresa (eficiência *ex-post*) e o desenvolvimento econômico, a partir do aumento do nível da atividade econômica, da renda e de emprego (eficiência *ex-ante*)⁴⁶. Para que se atinja o pretendido equilíbrio, entende-se que o conjunto de incentivos e desincentivos aos agentes econômicos não deve se limitar ao âmbito dos procedimentos judiciais de reorganização e de liquidação. Estímulos ao devedor durante a situação inicial de crise da empresa, anterior ao próprio pedido de recuperação judicial ou de falência, evitam que a atividade econômica se torne irremediavelmente insolvente ou que se tenha perda substancial do valor da empresa, contribuindo com uma maior eficiência global no tratamento da insolvência empresarial.

A postergação dos pedidos de reorganização judicial, ou mesmo de liquidação, é outro problema em que a legislação de insolvência deve se atentar com o intuito de reduzir tal comportamento por parte dos agentes econômicos envolvidos - empresário individual, administradores e acionistas de sociedade

⁴¹ PONTICELLI, Jacopo; ALENCAR, Leonardo S. Court Enforcement, Bank Loans and Firm Investment: Evidence from a Bankruptcy Reform in Brazil. *Banco Central do Brasil Working Papers* 425, 2016. AGRAWAL, Ashwini K.; GONZALEZ-URIBE, Juanita; MARTINEZ-CORREA, Jimmy. Measuring the Ex-Ante Incentive Effects of Bankruptcy Reorganization Procedures. *SSRN Working Paper*, 2019.

⁴² FONSECA, Julia; VAN DOORNIK, Bernardus. Financial Development, Labor Markets, and Aggregate Productivity: Evidence from Brazil. *Working Paper*, 2019. BERNSTEIN, Shai; COLONNELLI, Emanuele; IVERSON, Benjamim. Asset Allocation in Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 74, 5-53, 2019.

⁴³ PONTICELLI, Jacopo; ALENCAR, Leonardo S. Court Enforcement, Bank Loans and Firm Investment: Evidence from a Bankruptcy Reform in Brazil. *Banco Central do Brasil Working Papers* 425, 2016.

⁴⁴ BERNSTEIN, Shai; COLONNELLI, Emanuele; IVERSON, Benjamim. Asset Allocation in Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 74, 5-53, 2019.

⁴⁵ AGRAWAL, Ashwini K.; GONZALEZ-URIBE, Juanita; MARTINEZ-CORREA, Jimmy. Measuring the Ex-Ante Incentive Effects of Bankruptcy Reorganization Procedures. *SSRN Working Paper*, 2019.

⁴⁶ LISBOA, Marcos de Barros. A Racionalidade Econômica da Nova lei de Falências e de Recuperação de Empresas. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de. *Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 6.

empresária. As razões para a demora no reconhecimento da situação de insolvência e no início de atitudes para correção dos rumos da empresa podem envolver questões pessoais, de economia comportamental, risco moral, problemas de gestão, ou mesmo os custos envolvidos com o processo judicial.

O empreendedorismo é desenvolvido por pessoas naturais que colocam a própria reputação e, muitas vezes, o próprio patrimônio em risco. A constatação de que a empresa está em crise, em diversas situações, envolve a admissão de falha pessoal, seja do empresário individual, seja do gestor, fazendo com que estes tentem recuperar a empresa por si próprios e procurem o auxílio de meios legais apenas como último recurso⁴⁷.

O desenvolvimento da crise da empresa não ocorre de um dia para outro, sendo que muitos sinais são ignorados ou negados inicialmente pelos gestores até que um estágio de grave colapso organizacional se instale, já com capacidade limitada para ações corretivas⁴⁸. A acomodação a determinados padrões de comportamento pelos gestores das sociedades empresárias faz com que a tempestividade e a intensidade das alterações dos rumos da empresa com vistas a manutenção de sua competitividade sejam dominadas por “um estado de letargia que lhes [os gestores] impede de tomar alguma medida prática para salvar o negócio”⁴⁹.

Assim como a capacidade de extrair ganhos no estágio pré-falimentar e outros desvios de risco moral⁵⁰, a possibilidade de afastamento da administração do controle da empresa⁵¹, vista como exceção em muitas legislações de insolvência, inclusive a brasileira, pode criar desincentivos aos atuais gestores para que revelem precocemente a situação de crise da empresa⁵². Se de um lado pode-se questionar

⁴⁷ GUIMARÃES, Márcio Souza. O Direito Francês como exemplo de prevenção à crise da empresa: instrumentos preventivos de dificuldades das empresas. In: COELHO, Fábio Ulhoa; LIMA, Thiago Asfor Rocha e NUNES, Marcelo Guedes (org.). *Reflexões sobre o Projeto de Código Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 603.

⁴⁸ SLATTER, Stuart; LOVETT, David. *Como Recuperar uma Empresa: a Gestão da Recuperação do Valor e da Performance*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 63.

⁴⁹ KULGEMAS, Alfredo Luiz; ARRUDA PINTO, Gustavo Henrique Sauer de. Administrador Judicial na recuperação judicial: aspectos práticos. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). *Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos*. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, pp. 197-233, 2009, p. 203.

⁵⁰ ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 3, n. 2, 209-254, 2006, p. 211.

⁵¹ WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics. 2009. In: *Michigan Law Review*, Vol. 107, Issue 4, p. 616-617.

⁵² “A possibilidade de o juiz afastar os sócios e os administradores em determinadas hipóteses é, por outro lado, de fundamental importância. É preciso distinguir a empresa (atividade) e o estabelecimento (complexo de bens) do empresário (sujeito da atividade); sob o comando de um determinado empresário, a atividade pode ter sido mal sucedida, o que não significa que não poderiam ser obtidos resultados positivos, caso o seu exercício, juntamente com o complexo de bens, fosse transferido para um outro empresário. Essa mudança de titularidade da atividade empresarial pode ser essencial para permitir a recuperação da empresa e para a aprovação do plano pelos credores, sobretudo, quando estes não confiam na competência, ou ainda pior, na probidade do empresário anterior”. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Capítulo II - Disposições Comuns à Recuperação Judicial e à Falência. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 310.

os conflitos de interesse e a real capacidade do mesmo empresário individual ou administrador de sociedade empresária em soerguer a empresa, dado que não foi anteriormente hábil em evitar a situação de insolvência; de outro lado, a experiência e o conhecimento dos atuais gestores da atividade econômica, assim como os custos de transação inerentes à mudança de gestão, indicam vantagens no estímulo à manutenção dos gestores⁵³.

Além dos custos diretos associados aos procedimentos de reorganização e de liquidação judicial, como despesas com o administrador judicial, honorários dos procuradores das partes e custas judiciais, os custos indiretos dos procedimentos de insolvência tendem a postergar o ingresso dos pedidos de recuperação judicial ou falência⁵⁴. O impacto negativo sobre a reputação da sociedade empresária em crise pode, por exemplo, resultar no aumento das restrições de acesso ao crédito, no aumento dos custos relacionados à gestão de recursos humanos e na redução das vendas ou do preço dos produtos e serviços⁵⁵. Em oposição à essência do direito da insolvência, observa-se, na prática, que os custos associados aos procedimentos judiciais levam a mensagem de que “a recuperação só deve ser manipulada quando não houver outra salvação; via de consequência, em boa parte das vezes, à beira da falência. Portanto, a recuperação judicial está no fim da linha evolutiva das dificuldades por que as empresas possam passar”⁵⁶.

Dessa forma, argumenta-se que se deve ter mecanismos efetivos para fomentar a reestruturação empresarial, assim como os adequados incentivos aos empresários individuais e gestores de sociedades empresárias, de modo que o uso correto e tempestivo dos meios jurídicos de reorganização e de liquidação seja estimulado. As soluções jurídicas preventivas podem se apresentar como meios de soerguimento empresarial mais eficientes economicamente, uma vez que apresentam menores custos diretos, são mais céleres, não possuem (ou possuem em menor escala) intervenções judiciais, mitigam os efeitos negativos de reputação associados aos processos formais e tendem a ser utilizados em estágios mais iniciais de crise⁵⁷. No caso da legislação brasileira, diferentemente de outros países, como França, Espanha e Inglaterra, não há previsão de um instituto específico para a solução preventiva da crise empresarial anterior ao instituto da recuperação judicial e as principais propostas de alteração da lei 11.101/2005 são silentes em relação a este ponto.

Neste contexto, o desenvolvimento de mecanismos de incentivos econômicos para a solução preventiva da insolvência empresarial mostra-se como aspecto chave para uma maior eficiência e efetividade de legislações falimentares. O estímulo à segunda chance (“*second chance*”) ou ao novo recomeço (“*fresh*”

⁵³ BERGER, Dora. *A insolvência no Brasil e na Alemanha*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2001, p. 106.

⁵⁴ BRIS, Arturo; WELCH, Ivo; ZHU, Ning. The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 3, 1253-1303, 2006; JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976. p. 341-342.

⁵⁵ JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, 323-329, 1986, p. 341.

⁵⁶ GUIMARÃES, Márcio Souza. O Direito Francês como exemplo de prevenção à crise da empresa: instrumentos preventivos de dificuldades das empresas. In: COELHO, Fábio Ulhoa; LIMA, Thiago Asfor Rocha e NUNES, Marcelo Guedes (org.). *Reflexões sobre o Projeto de Código Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 605.

⁵⁷ PAYNE, Jennifer. The Future of UK Debt Restructuring. *Working Paper*. 2016, p. 2.

start”) para os empreendedores insolventes é um importante meio de incentivo ao rápido reconhecimento e ao início de ações tempestivas para superação da crise da empresa, facilitando também a saída do mercado de empresas inviáveis⁵⁸. Apresenta-se como meio de superação do atual aspecto cultural e mercadológico de estigmatizar o empresário devedor ou o gestor de sociedade empresária insolvente como fracassados, dificultando que de suas experiências negativas voltem ao mercado corporativo mais capacitados.

Outros mecanismos de incentivo à tempestiva reorganização ou liquidação da empresa, como forma de evitar excessivas postergações do uso de soluções jurídicas para superação da crise, envolvem a exigência de observação de procedimentos de alertas por parte de auditores e administradores de sociedades insolventes⁵⁹ e prêmios pela declaração preventiva e tempestiva da situação de crise⁶⁰, como já previsto em leis de insolvência de nações europeias. A redução dos custos associados aos procedimentos judiciais, especialmente os custos indiretos, relacionados à reputação do devedor, pode ser fomentada a partir da normatização de soluções jurídicas preventivas, aumentando a probabilidade de que estes meios sejam utilizados como forma de superação da crise, em especial, por sociedades empresárias de menor porte. O Quadro 2 apresenta uma síntese de alguns problemas identificados a serem superados pela legislação de insolvência do Brasil, além de possíveis mecanismo de solução ou, ao menos, mitigação, do problema.

Quadro 2 - Problemas e mecanismos de solução para melhoria do sistema de insolvência do Brasil

Problema(s)	Mecanismo(s) de solução
Questões pessoais e questões culturais vinculadas ao “estigma de falido”	Desenvolvimento de meios e estímulo à segunda chance (“ <i>second chance</i> ”) ou ao novo recomeço (“ <i>fresh start</i> ”) para os empreendedores insolventes.
Letargia no reconhecimento da situação de crise, postergação das devidas ações corretivas e risco moral	Exigência de observação de procedimentos de alertas por parte dos administradores das empresas insolventes e prêmios pela declaração preventiva e tempestiva da situação de crise.
Custos envolvidos nos procedimentos judiciais de reorganização e de liquidação	Criação e incentivo de utilização de soluções jurídicas preventivas, menos onerosas e mais céleres.

Os resultados do uso preventivo de meios de soerguimento de empresas viáveis e de liquidação de empresas inviáveis envolvem a maximização do valor da empresa como forma de aumento do retorno dos créditos inadimplidos aos credores e o conseqüente impacto no aumento do acesso ao crédito (e na redução de seu custo), no incremento do nível de atividade econômica e na redução de riscos associados aos investimentos. Observa-se, desse modo, os benefícios *ex-post* e *ex-ante* do desenvolvimento e do uso de soluções jurídicas preventivas à insolvência.

⁵⁸ TAJTI, Tibor. Bankruptcy stigma and the second chance policy: the impact of bankruptcy stigma on business restructurings in China, Europe and the United States. *China-EU Law Journal*, v. 6, n. 1-2, 1-31, 2018, p. 13-14.

⁵⁹ Código de Comércio Francês (*Code de Commerce*) - art. L234-1 a L234-4. Novo Código Italiano de Crise da Empresa (*Codice della crisi d'impresa*) - Art. 14.

⁶⁰ Novo Código Italiano de Crise da Empresa (*Codice della crisi d'impresa*) - Art. 25.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Atualmente, a maior parte das pesquisas e das discussões sobre insolvência empresarial abrange os institutos de reorganização judicial e de liquidação exclusivamente no âmbito das empresas em crise. A avaliação da eficiência das normas falimentares se dá em relação à maximização do valor da empresa e aos meios de fomentar a manutenção da atividade econômica viável em dificuldade (eficiência *ex-post*). Entretanto, a análise da eficiência das legislações de insolvência também deve se dar no âmbito de seus efeitos sobre o mercado empresarial como um todo, com destaque para a influência sobre as decisões dos agentes econômicos vinculados às empresas que se encontrem em situação de normalidade e para os agentes do mercado de crédito (eficiência *ex-ante*).

Neste contexto, argumenta-se pela necessidade de que as normas de insolvência promovam o equilíbrio entre as externalidades *ex-post*, como o aumento do valor das empresas em crise e a maior recuperação de crédito pelos credores, e as externalidades *ex-ante*, como um maior nível de acesso a crédito, de atividade econômica e de renda. Da mesma forma, destaca-se a importância de um adequado sistema de incentivos e desincentivos aos agentes de empresas em estado de normalidade e em crise.

A inobservância dos efeitos *ex-ante* na elaboração e na aplicação das normas falimentares pode influenciar o comportamento dos agentes econômicos, gerando externalidade negativas sobre mercado de crédito e de trabalho e sobre os níveis de investimento e de atividade econômica. No caso do Brasil, dado o baixo nível de utilização dos institutos jurídicos de recuperação judicial e de falência pelas sociedades empresárias⁶¹⁻⁶², sugere-se que os efeitos *ex-ante* das normas de insolvência sejam de maior impacto econômico do que os efeitos *ex-post*, o que fortalece os argumentos da necessidade de se considerar também os efeitos antecedentes sobre o mercado empresarial⁶³.

Apesar das discussões em torno de uma nova alteração da legislação de insolvência no Brasil, pouco vem sendo discutido e observado nas propostas em relação a mecanismos para mitigação dos problemas que dificultam uma maior

⁶¹ GARCÍA-POSADA, Miguel; MORA-SANGUINETTI, Juan S. Are there alternatives to bankruptcy? A study of small business distress In: *Spain. SERIES*, 5(2-3), 287-332, 2014, p. 289.

⁶² Dados do Cadastro Central de Empresas - CEMPRE, indicavam 4,5 milhões de sociedades empresárias ativas em 2016. A inadimplência de pessoas jurídicas, com base nos registros de negativação do Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica - CNPJ, segundo dados do Serasa Experian, atingiu 4,8 milhões de sociedades empresárias em 2016. Dados do Serasa Experian também revelam que, no período de 2015-2018, foram impetrados 5.978 pedidos de recuperação judicial e 6.802 pedidos de falência. Com base no número de sociedades empresárias ativas, segundo a CEMPRE, ou de sociedades inadimplentes, segundo o Serasa Experian, verifica-se a utilização destes institutos jurídicos de insolvência por apenas 0,3% das sociedades empresárias brasileiras. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). *Demografia das empresas e estatísticas de empreendedorismo*: 2016. Coordenação de Metodologia das Estatísticas de Empresas, Cadastros e Classificações. Rio de Janeiro: IBGE, 2018.; SERASA EXPERIAN. *Indicadores Econômicos*. 2019.

⁶³ O potencial maior impacto econômico dos efeitos *ex-ante* não se limita à realidade brasileira. Em pesquisa empírica que analisa o impacto da alteração da lei de insolvência da Dinamarca, em 2010, que abrangeu apenas os procedimentos de reorganização, os autores estimaram efeitos *ex-ante* sobre a redução da taxa de liquidação das empresas seis a sete vezes maior que os efeitos *ex-post*. O principal mecanismo identificado pelos autores foi a adoção de um padrão de maior disciplina financeira por empresas em estado de normalidade. AGRAWAL, Ashwini K.; GONZALEZ-URIBE, Juanita; MARTINEZ-CORREA, Jimmy. Measuring the Ex-Ante Incentive Effects of Bankruptcy Reorganization Procedures. *SSRN Working Paper*, 2019, p. 32-33.

utilização dos institutos jurídicos de insolvência pelas sociedades devedoras, como os altos custos diretos e indiretos associados e a complexidade dos procedimentos, em especial, para as sociedades empresárias de pequeno porte. Dessa forma, ao menos no curto prazo, e com as modificações hoje em vista, o efeito econômico *ex-ante* tenderá a continuar merecendo maior atenção.

Tanto para os efeitos *ex-post*, quanto para os efeitos *ex-ante*, destaca-se a importância de mecanismos de incentivo econômico à solução preventiva da crise empresarial, evitando uma situação de irremediável insolvência ou de significativa perda de valor da empresa ou de seus ativos. A necessidade de aprimoramento do marco falimentar e dos institutos da recuperação judicial e da falência passa por uma melhor compreensão dos efeitos das normas sobre o comportamento dos agentes econômicos de empresas em crise e em estado de normalidade, de modo a aumentar a produtividade econômica e a estimular o mercado de crédito do país.

Apesar da discussão do presente artigo ter se concentrado nos efeitos da legislação de insolvência, a análise dos efeitos conjuntos e a harmonia perante às demais normas do ordenamento jurídico, como a legislação civil, a lei tributária e a lei de regulação bancária⁶⁴, são pontos essenciais para o fomento de um mercado empresarial saudável e para o desenvolvimento econômico-social do país.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGRAWAL, Ashwini K.; GONZALEZ-URIBE, Juanita; MARTINEZ-CORREA, Jimmy. **Measuring the Ex-Ante Incentive Effects of Bankruptcy Reorganization Procedures.** SSRN Working Paper, 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3435653>. Acesso em: 26 out. 2019.

ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 3, n. 2, 209-254, 2006.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

BAROSSO FILHO, Milton. Lei de Recuperação de Empresas: Uma Análise Econômica Baseada em Eficiência Econômica, Preferências e Estratégias Falimentares. **Economic Analysis of Law Review**, Brasília, vol. 2, n.1, 30-40, 2011.

BEBCHUK, Lucian A. Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, 445-460, 2002.

BERGER, Dora. **A insolvência no Brasil e na Alemanha.** Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2001.

⁶⁴ Por exemplo, torna-se de suma importância avaliar o impacto econômico e os mecanismos de incentivos e desincentivos gerados: (1) pelos meios alternativos de solução de conflitos, como a arbitragem e a mediação; (2) pelos impactos das regras de provisionamento bancário (Resolução do Banco Central do Brasil n. 2.682, de 21 de dezembro de 1999), que dificultam a obtenção de crédito por sociedades inadimplentes dentro da mesma instituição bancária; (3) pelas normas do Código Tributário Nacional, como o art. 191, que exige a quitação das obrigações tributárias do falido para a efetiva extinção da sociedade empresária.

BERNSTEIN, Shai; COLONNELLI, Emanuele; IVERSON, Benjamim. Asset Allocation in Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 74, 5-53, 2019.

BORENSZTEIN, Eduardo; YE, Lei Sandy. Corporate Debt Overhang and Investment: *Firm-Level Evidence*. *Policy Research Working Paper*, n. 8553. World Bank, Washington, DC. 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-8553>. Acesso em: 29 set 2019.

BRIS, Arturo; WELCH, Ivo; ZHU, Ning. The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 3, 1253-1303, 2006.

CORNELLI, Francesca; FELLI, Leonardo. Ex-ante Efficiency of Bankruptcy Procedures. *European Economic Review*, v. 41, 475-485, 1997.

COSTA, Daniel Carnio. Prefácio. In: BERNIER, Joice Ruiz. *Administrador judicial na recuperação e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. P.17-20.

FONSECA, Julia; VAN DOORNIK, Bernardus. *Financial Development, Labor Markets, and Aggregate Productivity: evidence from Brazil*. Working Paper, 2019. Disponível em: https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/juliafonseca/files/fonseca_jmp.pdf. Acesso em: 29 set. 2019.

GARCÍA-POSADA, Miguel; MORA-SANGUINETTI, Juan S. *Are there alternatives to bankruptcy?* A study of small business distress in Spain. *Series*, 5(2-3), 287-332, 2014.

GUIMARÃES, Márcio Souza. *O Direito Francês como exemplo de prevenção à crise da empresa: instrumentos preventivos de dificuldades das empresas*. In: COELHO, Fábio Ulhoa; LIMA, Thiago Asfor Rocha e NUNES, Marcelo Guedes (org.). *Reflexões sobre o Projeto de Código Comercial*. São Paulo: Saraiva, 595-617, 2013.

JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Harvard University Press, 1986.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 305-360, 1976.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; MÁRIO, Eliseu Martins; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, v. 13, n. 1, 20-48, 2017.

KULGEMAS, Alfredo Luiz; ARRUDA PINTO, Gustavo Henrique Sauer de. *Administrador Judicial na recuperação judicial: aspectos práticos*. In: DE LUCCA,

Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p.197-233.

LISBOA, Marcos de Barros. A Racionalidade Econômica da Nova lei de Falências e de Recuperação de Empresas. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de. **Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p.1-18.

LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy Survival. In: UCLA Law Review. Forthcoming. UCLA School of Law. **Law-Econ Research Paper**. No. 14-11, 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2492209>. Acesso em: 01 out. 2019.

MILLER, Harvey R.; WAISMAN, Shai Y. Does Chapter 11 Reorganization Remain a Viable Option for Distressed Businesses for the Twenty-First Century? **American Bankruptcy Law Journal**, v. 78, 2004.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Capítulo II - Disposições Comuns à Recuperação Judicial e à Falência. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007. p. 307-315.

PAYNE, Jennifer. The Future of UK Debt Restructuring. **Working Paper**. 2016. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2848160>. Acesso em: 26 set. 2019.

PONTICELLI, Jacopo; ALENCAR, Leonardo S. Court Enforcement. **Bank Loans and Firm Investment: evidence from a bankruptcy reform in Brazil**. *Banco Central do Brasil Working Papers* 425, 2016. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps425.pdf>. Acesso em: 26 set. 2019.

SCHWARTZ, Alan. A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy. **The Yale Law Journal**, v. 107, 1807-1851, 1998.

SERASA EXPERIAN. **Indicadores Econômicos**. 2019. Disponível em <https://www.serasaexperian.com.br/amplie-seus-conhecimentos/indicadores-economicos>.

SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar uma empresa: a gestão da recuperação do valor e da performance**. São Paulo: Atlas, 2009.

TAJTI, Tibor. Bankruptcy stigma and the second chance policy: the impact of bankruptcy stigma on business restructurings in China, Europe and the United States. **China-EU Law Journal**, v. 6, n. 1-2, 1-31, 2018.

WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. The success of chapter 11: a challenge to the critics in Michigan. **Law Review**, Vol. 107, Issue 4, 603-642, 2009. Disponível em: <http://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1349&context=mlr>. Acesso em: 26 set. 2019.

WORLD BANK. **Doing Business:** Brazil 2019. Disponível em:
<https://www.doingbusiness.org>. Acesso em: 26 set. 2019.