

Custos de oportunidade da recuperação extrajudicial no Brasil sob a perspectiva da análise econômica do direito

COSTES DE OPORTUNIDAD EN LA REORGANIZACIÓN EXTRAJUDICIAL EN BRASIL DESDE LA PERSPECTIVA DEL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO

EXTRAJUDICIAL RECOVERY'S OPPORTUNITY COSTS IN BRAZIL FROM LAW AND ECONOMICS'S PERSPECTIVE

FILIFE CASELLATO SCABORA¹

FLÁVIO FELIFE PEREIRA VIEIRA DOS SANTOS²

MATHEUS DUARTE SILVA PINHO³

* DOI: <https://doi.org/10.18601/01236458.n59.05>

- 1 Doutorando e mestre em controladoria e contabilidade (FEARP-USP), graduado em direito (UNESP) e ciências contábeis (FEARP-USP). Professor nos programas de pós-graduação da Fundação Getúlio Vargas, Fundace Business School e Escola Paulista de Direito. Secretário da Comissão de Estudos de Recuperação Judicial e Falência da 12ª Subseção da OAB. Membro do Instituto Brasileiro de Estudos e Pesquisas em Ciências Políticas e Jurídicas (Ipojur), International Food and Agribusiness Management Association (IFAMA), Turnaround Management Association (TMA) e Insol International. Pesquisador do Instituto Norberto Bobbio. Advogado e contador. E-mail: fcscabora@usp.br
- 2 Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FDRP/USP). Professor de cursos preparatórios para o Exame da Ordem, na disciplina de Direito Tributário. Autor de diversos artigos e capítulos de livros. Membro nomeado da Comissão de Direito Tributário e Constitucional da OAB/SP - Subseção Pinheiros. Advogado. E-mail: flavio.felipe.santos@alumni.usp.br
- 3 Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FDRP/USP) e pela Università Degli Studi di Camerino (UNICAM). Advogado. E-mail: matheus.duartesilvapinho@gmail.com

RESUMO

O presente artigo tem por objeto a recuperação extrajudicial sob a ótica da análise econômica do direito, com o recorte específico dos custos de oportunidade desta modalidade de reorganização da empresa em comparação à recuperação judicial. Abordam-se as principais aplicações da Teoria dos Jogos e da análise econômica do direito no âmbito da recuperação extrajudicial e quais instrumentos típicos de recuperação previstos na legislação podem ser utilizados para buscar resultados mais eficientes para os credores e a recuperanda, comparativamente à recuperação judicial. Conclui-se que a recuperação extrajudicial goza de praticamente todas as prerrogativas de legitimidade de um processo de recuperação judicial, sem os ônus intrínsecos dela decorrentes, o que acarreta significativos custos de oportunidade.

Palavras chave: Recuperação judicial; recuperação extrajudicial; análise econômica do direito; custos de oportunidade; Teoria dos Jogos.

Fecha de recepción: 9 de junio de 2023.

Fecha de aceptación: 30 de junio de 2023.

RESUMEN

El objetivo de este artículo es examinar la reorganización extrajudicial desde la perspectiva del análisis económico del Derecho, con especial atención en los costes de oportunidad de este tipo de reorganización de las empresas en comparación con la reorganización judicial. Se examinan las principales aplicaciones de la teoría de los juegos y del análisis económico del derecho en el contexto de la reorganización extrajudicial y qué instrumentos típicos de saneamiento previstos en la ley pueden utilizarse para buscar resultados más eficientes para los acreedores y la empresa objeto de saneamiento, en comparación con el saneamiento judicial. Se concluye que, las reorganizaciones extrajudiciales gozan prácticamente de todas las prerrogativas de legitimidad de un proceso de reorganización judicial, sin las cargas intrínsecas derivadas del mismo, que suponen importantes costes de oportunidad.

Palabras clave: Reorganización extrajudicial, reorganización judicial, análisis económico del derecho, costos de oportunidad, Teoría de Juegos.

ABSTRACT

The aim of this article is to discuss the out-of-court reorganization's opportunity costs from the law and economics perspective in comparison to the reorganization. The concepts of law and economics and game theory are developed to understand how these theories can be applied to the out-of-court reorganization, and which legal instruments can be used by creditors and debtors in search of more efficient results in comparison to reorganization. As conclusion it is said that out-of-court reorganization

is as genuine as reorganization but with minor costs, what brings to great opportunity costs in opting for it.

Keywords: Judicial recovery; extrajudicial recovery; law and economics; opportunity costs; game's theory.

INTRODUÇÃO

A recuperação da empresa, de forma judicial ou extrajudicial, tem por função viabilizar a continuidade da sua existência por meio da superação da crise econômico-financeira e com o fito de permitir a manutenção da fonte produtora, dos empregos e dos interesses dos diversos *stakeholders* envolvidos na consecução das atividades empresariais, como fornecedores, financiadores, clientes e mesmo o Poder Público e a sociedade.

Por sua própria natureza, a recuperação empresarial envolve a negociação entre partes com interesses diversos, e por vezes antagônicos. Embora, à primeira vista, a continuidade da empresa possa parecer do interesse de todas as partes envolvidas, não se pode olvidar que os tomadores de decisão tendem a agir de forma racional, privilegiando os *seus* interesses – e não necessariamente os da empresa em recuperação e dos demais credores.

Credores fiduciários que porventura tenham parte dos seus créditos submetidos à recuperação judicial, por sua posição privilegiada no concurso de credores de uma eventual falência, podem estar mais interessados em votar contra o plano de recuperação, do que o aprovar, por melhor que seja. A legislação falimentar estabelece regras que podem estimular ou coibir a cooperação dos credores para com a empresa em crise (Sredoja, 2020, p. 29), situação em que a Teoria dos Jogos e a análise econômica do direito podem contribuir na avaliação dos custos de oportunidade envolvidos.

A recuperação extrajudicial pode ser um procedimento alternativo mais proveitoso à empresa em crise, comparativamente à recuperação judicial. As alterações trazidas pela Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020 na Lei nº. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária, podem ter reduzido os custos de oportunidade do instituto, com um viés de mínima intervenção pública (Piero, 2021, pp. 795-803) e possibilidade de negociação direta com os credores - independentemente da participação de todos eles.

Em um cenário de interesses em conflito aparente, grandes custos financeiros e investimentos de capital político na apresentação e aprovação de plano de recuperação, a empresa em crise deve avaliar os custos de oportunidade envolvidos ao optar por um plano de recuperação judicial ou extrajudicial.

ASPECTOS GERAIS DA RECUPERAÇÃO EXTRAJUDICIAL

A recuperação judicial e extrajudicial são disciplinadas pela Lei nº. 11.101/2005, com premissas semelhantes: a entidade empresarial em crise apresenta um plano de reestruturação de dívidas, que deve ser aprovado pelos credores.

O artigo 163 prevê que o devedor que preencher os requisitos do artigo 48⁴ do mesmo diploma legal, poderá propor e negociar um plano de recuperação extrajudicial. Em outras palavras, os requisitos subjetivos para propor a recuperação extrajudicial são os mesmos da recuperação judicial.

Ao contrário da recuperação judicial, contudo, a recuperação extrajudicial se dá por meio de negociação direta entre o devedor e os credores, isto é, sem a intervenção ou moderação do Poder Judiciário enquanto intermediário. A vantagem da ausência de um terceiro elemento – e, em última medida, de um interventor – além da independência do poder estatal, reside igualmente na redução de custos com advogados, diligências e custas judiciais inerentes a um procedimento litigioso (Machado *et al*, 2021, p. 208; Gilson, 1991, p. 62) alerta ainda para a grande influência do juiz nos negócios da empresa em recuperação, que, não sendo administrador, pode levar a deliberações equivocadas que comprometam a organização.

A recuperação extrajudicial também prescinde da participação de todos os credores e da realização de assembleia geral para aprovação do plano de recuperação (Salomão, 2020, p. 502), reduzindo não apenas os custos pecuniários do pedido de recuperação, mas também custos políticos no processo de negociação com múltiplos credores de interesses diversos.

4 "Art. 48. Poderá requerer recuperação judicial o devedor que, no momento do pedido, exerça regularmente suas atividades há mais de 2 (dois) anos e que atenda aos seguintes requisitos, cumulativamente:

I – não ser falido e, se o foi, estejam declaradas extintas, por sentença transitada em julgado, as responsabilidades daí decorrentes;

II – não ter, há menos de 5 (cinco) anos, obtido concessão de recuperação judicial;

III - não ter, há menos de 5 (cinco) anos, obtido concessão de recuperação judicial com base no plano especial de que trata a Seção V deste Capítulo;

IV – não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos nesta Lei.

§ 1º A recuperação judicial também poderá ser requerida pelo cônjuge sobrevivente, herdeiros do devedor, inventariante ou sócio remanescente.

§ 2º No caso de exercício de atividade rural por pessoa jurídica, admite-se a comprovação do prazo estabelecido no *caput* deste artigo por meio da Escrituração Contábil Fiscal (ECF), ou por meio de obrigação legal de registros contábeis que venha a substituir a ECF, entregue tempestivamente.

§ 3º Para a comprovação do prazo estabelecido no *caput* deste artigo, o cálculo do período de exercício de atividade rural por pessoa física é feito com base no Livro Caixa Digital do Produtor Rural (LCDPR), ou por meio de obrigação legal de registros contábeis que venha a substituir o LCDPR, e pela Declaração do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física (DIRPF) e balanço patrimonial, todos entregues tempestivamente.

§ 4º Para efeito do disposto no § 3º deste artigo, no que diz respeito ao período em que não for exigível a entrega do LCDPR, admitir-se-á a entrega do livro-caixa utilizado para a elaboração da DIRPF.

§ 5º Para os fins de atendimento ao disposto nos §§ 2º e 3º deste artigo, as informações contábeis relativas a receitas, a bens, a despesas, a custos e a dívidas deverão estar organizadas de acordo com a legislação e com o padrão contábil da legislação correlata vigente, bem como guardar obediência ao regime de competência e de elaboração de balanço patrimonial por contador habilitado".

Os artigos 161 e 163 da Lei nº. 11.101/2005, diferenciam a recuperação extrajudicial ordinária da recuperação extrajudicial extraordinária, esta última criada pela Lei nº. 14.112/2020, *verbis*:

Art. 161. O devedor que preencher os requisitos do art. 48 desta Lei poderá propor e negociar com credores plano de recuperação extrajudicial. [...]

Art. 163. O devedor poderá também requerer a *homologação de plano de recuperação extrajudicial que obriga todos os credores por ele abrangidos, desde que assinado por credores que representem mais da metade dos créditos de cada espécie abrangidos pelo plano de recuperação extrajudicial.*

§ 1º O plano poderá abranger a totalidade de uma ou mais espécies de créditos previstos no art. 83, incisos II, IV, V, VI e VIII do *caput*, desta Lei, ou grupo de credores de mesma natureza e sujeito a semelhantes condições de pagamento, e, uma vez homologado, obriga a todos os credores das espécies por ele abrangidas, exclusivamente em relação aos créditos constituídos até a data do pedido de homologação.

§ 2º Não serão considerados para fins de apuração do percentual previsto no *caput* deste artigo os créditos não incluídos no plano de recuperação extrajudicial, os quais não poderão ter seu valor ou condições originais de pagamento alteradas.

§ 3º Para fins exclusivos de apuração do percentual previsto no *caput* deste artigo:

I – o crédito em moeda estrangeira será convertido para moeda nacional pelo câmbio da véspera da data de assinatura do plano; e

II – não serão computados os créditos detidos pelas pessoas relacionadas no art. 43 deste artigo.

§ 4º Na alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante a aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia.

§ 5º Nos créditos em moeda estrangeira, a variação cambial só poderá ser afastada se o credor titular do respectivo crédito aprovar expressamente previsão diversa no plano de recuperação extrajudicial.

§ 6º Para a homologação do plano de que trata este artigo, além dos documentos previstos no *caput* do art. 162 desta Lei, o devedor deverá juntar:

I – exposição da situação patrimonial do devedor;

II – as demonstrações contábeis relativas ao último exercício social e as levantadas especialmente para instruir o pedido, na forma do inciso II do *caput* do art. 51 desta Lei; e

III – os documentos que comprovem os poderes dos subscritores para novar ou transigir, relação nominal completa dos credores, com a indicação do endereço de cada um, a natureza, a classificação e o valor atualizado do crédito, discriminando sua origem, o regime dos respectivos vencimentos e a indicação dos registros contábeis de cada transação pendente.

§ 7º O pedido previsto no *caput* deste artigo poderá ser apresentado com comprovação da anuência de credores que representem pelo menos 1/3 (um terço) de todos os créditos de cada espécie por ele abrangidos e com o compromisso de, no prazo improrrogável de 90 (noventa) dias, contado da data do pedido, atingir o quórum previsto no *caput* deste artigo, por meio de adesão expressa, facultada a conversão do procedimento em recuperação judicial a pedido do devedor.

§ 8º Aplica-se à recuperação extrajudicial, desde o respectivo pedido, a suspensão de que trata o art. 6º desta Lei, exclusivamente em relação às espécies de crédito por ele abrangidas, e somente deverá ser ratificada pelo juiz se comprovado o quórum inicial exigido pelo § 7º deste artigo.

No caso da recuperação extrajudicial ordinária, prevista no artigo 161, a adesão dos credores ao plano proposto é voluntária, produzindo efeitos apenas entre os seus signatários e prescindindo de homologação judicial.

No que tange à modalidade extraordinária, prevista no artigo 163, é necessária a adesão de mais da metade dos créditos de cada espécie. Embora os credores não aderentes fiquem vinculados ao plano, é necessária a homologação judicial, tornando tal espécie mais próxima da recuperação judicial (Mamede, 2021, p. 249).

Importante ressaltar que inexistente vedação legal à homologação judicial do plano de recuperação extrajudicial ordinária. Trata-se de medida facultativa, mas que confere maior segurança jurídica às partes, reduzindo possíveis fraudes pelo devedor e pelos credores selecionados (Silva, 2013, p. 434).

A possibilidade de o devedor regular seus próprios negócios amigavelmente com seus credores, reestabelecendo, sem a interferência do poder estatal, o estado de solvência da empresa, é um avanço trazido pela Lei nº. 11.101/2005⁵, que afasta a discricionariedade do juiz togado de interpretar as normas falimentares de forma mais restritiva ou ampla para uma das partes. Ademais, a faculdade de o plano de recuperação abranger todos os credores da mesma classe ou grupo de credores, mesmo aquelas que

5 As legislações anteriores, desde a Lei nº. 2.204, de 17 de dezembro de 1908 (art. 2º, §4º), passando pelo Decreto nº. 7.546, de 09 de dezembro de 1929 (art. 2º, §3º) até o Decreto-Lei nº. 7.661, de 21 de junho de 1945, (art. 2º, II), que antecedeu a atual Lei nº. 11.101/2005 consideravam a negociação privada com credores como um ato de falência.

não tenham previamente aderido ao plano, também exige o empresário dos requisitos e formalidades exigidas pela recuperação judicial (Salomão, 2020, p. 536).

A natureza de negociação privada coletiva da recuperação extrajudicial não se confunde com outros meios privados de autocomposição, como a mediação, conciliação ou arbitragem (Coelho, 2018, pp. 118-124). Dessa forma, a recuperação extrajudicial pode ser dividida em cinco fases distintas (Machado *et al*, 2021, p. 212): (i) suspensão da cobrança dos créditos; (ii) auditoria das informações, para verificar a efetiva possibilidade de recuperação da empresa; (iii) negociação entre as partes; (iv) assinatura dos documentos definitivos; e, (v) fechamento da negociação.

Todas as etapas ocorrem de forma privada entre as partes e do seu sucesso advém a aprovação do plano de recuperação (Salomão *et al*, 2021, pp. 804-816), que pode ou não ser homologado pelo Poder Judiciário, a depender da natureza da recuperação extrajudicial – ordinária ou extraordinária – e da vontade das partes.

Gladston Mamede (2021, p. 214) observa que os requisitos subjetivos previstos no artigo 48 da Lei nº. 11.101/2005 dizem respeito apenas aos devedores que buscam a homologação judicial do seu plano. Dessa forma, no caso da recuperação extrajudicial ordinária, o devedor não precisaria preencher todos os requisitos legais para tanto, podendo optar por outros instrumentos de negociação que envolvem apenas a livre manifestação de vontades das partes (Coelho, 2016, p. 526).

Dentre esses requisitos objetivos, destaca-se a concordância dos credores que representem mais da metade dos créditos de cada classe com o plano apresentado, conforme inteligência do artigo 163 da Lei nº. 11.101/2005 – com redação dada pela Lei nº. 14.112/2020, que alterou a disposição anterior para reduzir quórum de aprovação, de 3/5 de todos os créditos de cada espécie abrangidos pelo plano para 50% (cinquenta por cento) mais um (maioria simples)⁶.

O artigo 161, § 1º, também estabelece como requisito objetivo a ausência de previsão de pagamento antecipado aos credores, evitando o benefício de alguma classe e o tratamento desfavorável aos credores abrangidos pelo plano.

Estabelecidos os aspectos gerais da recuperação extrajudicial, necessário analisar os incentivos – negativos e positivos – estabelecidos pela legislação para a negociação privada entre as partes: a elaboração do plano de recuperação pressupõe a colaboração e cooperação entre os credores, buscando o resultado mais eficiente, contudo, conforme mencionado, credores podem ter interesses diversos, inclusive, tendo por resultado a rejeição do plano de recuperação.

6 O § 7º do art. 163 traz uma hipótese de quórum ainda inferior, autorizando que o pedido de recuperação extrajudicial seja “apresentado com comprovação da anuência de credores que representem pelo menos 1/3 (um terço) de todos os créditos de cada espécie por ele abrangidos”, porém com “o compromisso de, no prazo improrrogável de 90 (noventa) dias, contado da data do pedido, atingir o quórum previsto no caput deste artigo, por meio de adesão expressa, facultada a conversão do procedimento em recuperação judicial a pedido do devedor”.

CLASSES DE CREDORES E SEUS COMPORTAMENTOS ESPERADOS

Marcos Vinícius Machado sustenta que uma opção individual do credor pode resultar em prejuízo a totalidade dos demais e da manutenção da atividade empresarial. Para o autor, "trata-se apenas de um exemplo de diversos dos denominados credores holdouts, que persistem na lógica individualizada de recebimento de seus haveres, prejudicando uma negociação coletiva" (Machado, 2021, p. 453).

Embora o princípio da *par conditio creditorum* estabeleça igualdade entre os credores, é equivocado pensar que isso os coloca em iguais condições de negociação. As próprias características intrínsecas de cada classe produzem desequilíbrios na aprovação ou reprovação do plano.

O artigo 41⁷ da Lei nº. 11.101/2005, estabelece quais são os credores sujeitos à recuperação, sendo eles separados em quatro classes: (i) credores de créditos derivados da legislação do trabalho ou acidentados do trabalho. (ii) credores com garantia real; (iii) credores quirografários; e (iv) credores enquadrados como de microempresa ("ME") ou empresa de pequeno porte ("EPP").

As características intrínsecas de cada uma das classes as tornam mais ou menos propensas a rejeitar ou aceitar o plano de recuperação, independentemente de suas qualidades e méritos⁸.

Os titulares de créditos trabalhistas, por exemplo, a despeito de, geralmente, serem numericamente majoritários, continuam representando apenas uma das classes creditícias, e como seu voto é *per capita*, e não pelo valor do crédito, cada trabalhador tem o mesmo peso na decisão acerca da aprovação ou não do plano de recuperação, o que pulveriza o poder de decisão desta classe. Ademais, o temor do desemprego e

7 "Art. 41. A assembléia-geral será composta pelas seguintes classes de credores:

I – titulares de créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentados de trabalho;

II – titulares de créditos com garantia real;

III – titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinados.

IV - titulares de créditos enquadrados como microempresa ou empresa de pequeno porte.

§ 1º Os titulares de créditos derivados da legislação do trabalho votam com a classe prevista no inciso I do *caput* deste artigo com o total de seu crédito, independentemente do valor.

§ 2º Os titulares de créditos com garantia real votam com a classe prevista no inciso II do *caput* deste artigo até o limite do valor do bem gravado e com a classe prevista no inciso III do *caput* deste artigo pelo restante do valor de seu crédito.

8 Vide dados da 1ª e 2ª Fase do Observatório de Insolvência acerca da composição dos créditos submetidos à recuperação judicial, por classe de credores, e o seu comportamento na aprovação ou rejeição dos planos de recuperação. A pesquisa, coordenada pelo Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (NEPI) da PUC-SP e Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ), analisou todos os 1.194 processos de recuperações judiciais distribuídos nas Comarcas do Estado de São Paulo – onde se concentra o maior volume de processos – entre janeiro de 2010 e julho de 2017, atualizados entre outubro e dezembro de 2019 e revisados entre maio e setembro de 2020. Seus resultados corroboram a percepção da doutrina sobre a organização e o comportamento esperado das classes de credores, que foi adotada pelos autores.

da realocação faz com que a posição inicial desta classe seja pela aprovação do plano de recuperação, a fim de evitar riscos financeiros pessoais (Sredoja, 2020, p. 37).

A classe de credores com garantia real (artigo 41, II, da Lei nº. 11.101/2005), por outro lado, costumam se destacar pelo número reduzido de indivíduos/entidades, mas que concentram percentual significativa – muitas vezes majoritário – do total dos créditos sujeitos à recuperação, o que torna o seu voto mais decisivo, vez que um participante isolado ou pequeno grupo podem decidir a aprovação ou rejeição do plano.

Nessa última hipótese – de rejeição do plano por certa classe de credores –, o artigo 58⁹ da Lei nº. 11.101/2005 introduz a figura do chamado *cram-down*, que autoriza o magistrado a decidir sobre a concessão da recuperação ou convalidação em falência, inclusive nos casos de abuso do direito de voto¹⁰ (Cueva, 2018, pp. 44-53). Em outras

9 “Art. 58. Cumpridas as exigências desta Lei, o juiz concederá a recuperação judicial do devedor cujo plano não tenha sofrido objeção de credor nos termos do art. 55 desta Lei ou tenha sido aprovado pela assembleia-geral de credores na forma dos arts. 45 ou 56-A desta Lei.

§ 1º O juiz poderá conceder a recuperação judicial com base em plano que não obteve aprovação na forma do art. 45 desta Lei, desde que, na mesma assembléia, tenha obtido, de forma cumulativa: I – o voto favorável de credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes à assembléia, independentemente de classes;

II - a aprovação de 3 (três) das classes de credores ou, caso haja somente 3 (três) classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos 2 (duas) das classes ou, caso haja somente 2 (duas) classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos 1 (uma) delas, sempre nos termos do art. 45 desta Lei; III – na classe que o houver rejeitado, o voto favorável de mais de 1/3 (um terço) dos credores, computados na forma dos §§ 1º e 2º do art. 45 desta Lei.

§ 2º A recuperação judicial somente poderá ser concedida com base no § 1º deste artigo se o plano não implicar tratamento diferenciado entre os credores da classe que o houver rejeitado.

§ 3º Da decisão que conceder a recuperação judicial serão intimados eletronicamente o Ministério Público e as Fazendas Públicas federal e de todos os Estados, Distrito Federal e Municípios em que o devedor tiver estabelecimento.

10 Nesse sentido: Recuperação judicial. Decisão homologatória de plano. Agravo de instrumento de instituição financeira credora, alegando o não preenchimento dos requisitos para “cram down” (§ 1º do art. 58 da Lei 11.101/05). Decisão que fez adequada interpretação sistemática da Lei de Recuperação de Empresas e Falência, à luz de sua principiologia. Caso em que uma das classes votantes na Assembleia de credores é composta por apenas um credor, que votou contrariamente à aprovação do plano, certo que os todos os demais (100%) o aprovavam. Há “situações especialíssimas, em que poderá ser impossível que o requisito de aprovação de 1/3 dos credores possa ser preenchido. Na hipótese de a classe ser integrada por um único credor, ou cujo crédito supere sozinho o requisito de 2/3 de aprovação, impossível seria a obtenção de aprovação de 1/3 dos credores presentes na classe que rejeito o plano de recuperação judicial. Nessa hipótese, a rejeição apenas por um único credor poderia implicar a decretação da falência da recuperanda em detrimento da vontade da maioria.” (Marcelo Barbosa Sacramone). Precedente do STJ, pela “flexibilização dos requisitos do ‘cram down’” em casos excepcionais, em atenção ao princípio da preservação da empresa (REsp 1337989/SP, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão). Precedentes deste Tribunal no mesmo sentido (AI 638.631-4/1-00, Romeu Ricupero, antiga Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais; AI 0235995-76.2012.8.26.0000, Ênio Zuliani, desta 1ª Câmara de Direito Empresarial). A solução dada ao caso em julgamento, enfim, esteve atenta aos fins sociais a que se destina a Lei 11.101/2005, especialmente aos princípios da preservação da empresa e do atendimento do interesse dos credores (art. 5º da Lei de Introdução à Normas do Direito Brasileiro). Manutenção da decisão agravada. Agravo de instrumento desprovido” (Tribunal de Justiça de São Paulo, 2020).

palavras, a decisão acerca da rejeição ou aprovação do plano pode fugir ao escopo dos credores e do devedor, sendo

Os detentores de créditos quirografários, por seu turno, embora componham a maior parte dos credores, formados majoritariamente por prestadores de serviços, fornecedores, insumos e financiadores (sem garantia real), são desprivilegiados no concurso de credores de eventual falência (art. 83 da Lei nº. 11.101/2005)¹¹, tornando a classe mais suscetível a aprovar o plano de recuperação, evitando perdas ainda maiores (Sredoja, 2020, p. 36).

Por fim, os créditos enquadrados como de ME e EPP, são representados *per capita*, assim como os da classe trabalhista; não por outra razão, certa simetria no comportamento dessas classes é esperada.

11 "Art. 83. A classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem:

I - os créditos derivados da legislação trabalhista, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e aqueles decorrentes de acidentes de trabalho;

II - os créditos gravados com direito real de garantia até o limite do valor do bem gravado;

III - os créditos tributários, independentemente da sua natureza e do tempo de constituição, exceto os créditos extraconcursais e as multas tributárias;

IV - (revogado);

V - (revogado);

VI - os créditos quirografários, a saber:

a) aqueles não previstos nos demais incisos deste artigo;

b) os saldos dos créditos não cobertos pelo produto da alienação dos bens vinculados ao seu pagamento; e

c) os saldos dos créditos derivados da legislação trabalhista que excederem o limite estabelecido no inciso I do **caput** deste artigo;

VII - as multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, incluídas as multas tributárias;

VIII - os créditos subordinados, a saber:

a) os previstos em lei ou em contrato; e

b) os créditos dos sócios e dos administradores sem vínculo empregatício cuja contratação não tenha observado as condições estritamente comutativas e as práticas de mercado;

IX - os juros vencidos após a decretação da falência, conforme previsto no art. 124 desta Lei.

§ 1º Para os fins do inciso II do **caput** deste artigo, será considerado como valor do bem objeto de garantia real a importância efetivamente arrecadada com sua venda, ou, no caso de alienação em bloco, o valor de avaliação do bem individualmente considerado.

§ 2º Não são oponíveis à massa os valores decorrentes de direito de sócio ao recebimento de sua parcela do capital social na liquidação da sociedade.

§ 3º As cláusulas penais dos contratos unilaterais não serão atendidas se as obrigações neles estipuladas se vencerem em virtude da falência.

§ 4º (revogado).

§ 5º Para os fins do disposto nesta Lei, os créditos cedidos a qualquer título manterão sua natureza e classificação.

§ 6º Para os fins do disposto nesta Lei, os créditos que disponham de privilégio especial ou geral em outras normas integrarão a classe dos créditos quirografários".

TEORIA DOS JOGOS E ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

Os estudos acerca dos efeitos econômicos decorrentes da formulação de normas jurídicas têm suas raízes nos estudos de Adam Smith e seus corolários, mas encontraram solo fértil para se desenvolver com uma metodologia própria partir das obras de Ronald Coase e Guido Calabresi, na década de 1960.

Coase (1960, pp. 15-19) desenvolveu um teorema, posteriormente nomeado em sua homenagem, que dispõe que em um contexto no qual as ações dos indivíduos geram externalidades negativas suportadas por outros e os custos de transação são suficientemente baixos, esses agentes chegarão a resultados eficientes sem a necessidade de mediação.

Os custos de transação nada mais são do que os fatores que impedem dois ou mais indivíduos de chegarem em um consenso que parece proveitoso às partes. Cooter e Ulen (2010, pp. 200-215) os dividem em custos: (i) de localização, que representam um custo financeiro ou de oportunidade no qual o agente incorre para adquirir determinado bem; (ii) de negociação, consistente no custo decorrente do processo transicional de contraposição de interesses; e (iii) de execução, que traduz o dispêndio de recursos das partes para a execução do que fora previamente acordado.

Desse modo, cabe ao Direito a importante tarefa de reduzir os custos de transação e estabelecer regras que delimitem com clareza os direitos de propriedade de cada parte para permitir que os agentes privados possam, por si só, desenvolver um resultado economicamente eficiente.

Sobre como mensurar o que é eficiência, o juiz estadunidense Richard Posner, no final dos anos 1970, propôs que o critério deveria orientar a interpretação do direito nos Estados Unidos. Posner argumenta que as pessoas agem de forma racional na interação com o mercado, buscando atingir seus objetivos e interesses. Dessa forma, o critério para avaliar se condutas e instituições são boas, justas ou desejáveis é a maximização da riqueza na sociedade, esta que seria medida em formato monetário (Posner, 1983, p. 55). Em outras palavras, uma decisão é boa se maximiza a riqueza na sociedade.

As ideias de Posner foram muito discutidas no meio acadêmico, motivando Ronald Dworkin (1980, pp. 191- 226) a sustentar que a eficiência não é um valor em si, e a justiça requer valores, não podendo a maximização da riqueza ser um guia para a justiça. As principais críticas à teoria de maximização da riqueza de Posner são de que há valores intrinsecamente desejáveis, como a liberdade, independentemente de incentivarem o progresso econômico, e que a complexidade das relações sociais e de mercado não permitiria afirmar que a maximização de ganhos seria, necessariamente, eficiente (Salama, 2012, pp. 285-323).

Em reação às teorias de Posner, utilizam-se outros critérios de eficiência, como o "Ótimo de Pareto" e "Kaldor-Hicks". O princípio da eficiência de Pareto pode ser definido como uma alocação de recursos em que a melhoria da situação de um indivíduo não piora a situação dos demais indivíduos, alcançando-se um ponto ótimo (Masso, 2013, pp. 237- 238). A eficiência de Kaldor-Hicks, por sua vez, reconhece a existência

de eficiência nos mercados, desde que haja compensação entre as vantagens auferidas pelos ganhadores, e que elas sejam superiores às perdas sofridas dos perdedores, em uma espécie de modelo de eficiência baseado em indenização (Hovenkamp, 1985, pp.345-346).

As teorias erigidas no âmbito da Análise Econômica do Direito, portanto, buscam encontrar um critério de eficiência na tomada de decisões judiciais. Por esse prisma, uma decisão poderia ser mais ou menos eficiente, e, portanto, mais justificável, a depender do teorema de eficiência adotado (Pareto ou Kaldor-Hicks, por exemplo).

A Teoria dos Jogos, por sua vez, envolve a análise do comportamento estratégico dos tomadores de decisão e da interação entre eles, relacionando o resultado de suas ações entre si (Hilbrecht, 2019, p. 109).

Ronald Hilbrecht (2019) afirma que a Teoria dos Jogos é muito utilizada no direito, pois ajuda a compreender as ações de agentes racionais, considerando seus interesses e restrições para adotar o melhor curso de ação possível para seus objetivos, *verbis*:

O primeiro é que a teoria dos jogos provê uma estrutura de análise útil para prever o impacto de leis, constituições, normas sociais etc. na sociedade, pois estas representam restrições ao comportamento das pessoas. Consequentemente, agentes racionais levam em consideração estas restrições para escolher a melhor ação possível para alcançar seus próprios objetivos. Desta forma, a teoria dos jogos pode ajudar juristas e legisladores a analisar e entender as consequências de determinadas estruturas legais. [...] o segundo motivo é que, por avaliar as consequências das leis, a teoria dos jogos pode ajudar profissionais das áreas jurídicas a desenharem sistemas legais para que os objetivos desejados sejam mais facilmente alcançados (Hilbrecht, 2019, p. 109).

A Teoria dos Jogos, em geral, parte de dois predicados: (i) as ações tomadas pelos agentes são racionais; e, (ii) os agentes possuem as informações necessárias para a tomada de decisões racionais. Trata-se de suposições muito úteis no plano teórico, mas não necessariamente verificáveis no plano fático. A assimetria de informação entre os diversos tomadores de decisão, e a possibilidade de que as decisões tomadas não correspondam aos seus interesses, mas sejam guiadas por puro arbítrio são empecilhos na aplicação da teoria dos jogos em temas complexos como as relações jurídicas (Baird *et al.*, 1994, p. 8).

Pinheiro e Saddi (2005) afirmam que os comportamentos humanos não são guiados integralmente pela razão e que a ausência de informações em ambientes não de todo racionais leva à tomada de decisões por emoção e percepção, como nos casos de "efeito manada", *verbis*:

Por ser o Direito parte da estrutura social e condição necessária para que o jogo normativo se opere com regras claras, a Teoria dos Jogos trata o sistema jurídico como um todo integrado, mais do que como um conjunto isolado de leis, normas e regulamentos, que define não apenas algumas regras, como, não raro, as recompensas a serem colhidas por jogador em cada combinação de estratégias. [...] A inexistência da racionalidade absoluta

no processo de decisão configura, porém, uma dificuldade. Os comportamentos humanos não são guiados unicamente pela razão: a ela se juntam a emoção e a percepção. Daí a expressão irracionalidade imperfeita para indicar o resultado da ausência de informações num ambiente não de todo racional, exemplificado pelo comportamento de investidores em pânico, ou o de hordas (*herd behavior*), quando os investidores, seguindo o exemplo de algum formador de mercado, se retiram do mercado de modo abrupto e insensato, vendendo suas posições (ou sacando seus recursos) a qualquer custo ou amargando qualquer prejuízo (Pinheiro e Saddi, 2005, p. 166).

Tomando por base a recuperação de empresas, a partir da literatura exposta pode-se inferir que o soerguimento da empresa considerada eficiente, e com menores custos de oportunidade, depende de os custos da crise serem socializados em diferentes graus pelos credores e devedor (Fornari, 2016, p. 82). Assim, a alocação pretendida não é o ótimo de Pareto – em que há ganhadores, mas não perdedores – e sim, a eficiência de Kaldor-Hicks, de natureza compensatória, na medida em que certamente haverá perdedores na recuperação judicial ou extrajudicial, mas cujas perdas, em tese, seriam compensadas pelos ganhadores.

Nessa perspectiva, é natural pressupor que as classes de credores, guiadas por seus próprios interesses, buscarão que sejam os demais credores a suportarem as maiores perdas, ainda que compensáveis. A compensação das perdas seria, em parte, dada pela continuidade da empresa, implicando na manutenção de empregos e contratos, ao passo em que parcela dos credores, ou mesmo sua totalidade, receberia apenas parte dos valores devidos, ainda que amortizados ou em períodos maiores que os previamente convencionados.

O Direito, nesse cenário, deve atuar como mitigador dos custos de transação e garantidor dos direitos de propriedade para que os agentes privados alcancem a solução mais eficiente. E é exatamente com esse condão que surge a recuperação extrajudicial.

APLICAÇÕES DA TEORIA DOS JOGOS E DA ANÁLISE ACONÔMICA DO DIREITO À RECUPERAÇÃO EXTRAJUDICIAL

Como visto, a redução de custos judiciais, financeiros e políticos, em conjunto com a possibilidade de negociação livre entre credores e a empresa em crise tem o condão de tornar os custos de oportunidade da recuperação extrajudicial menores, comparados aos da recuperação judicial (Nagas, 2016, pp. 132-133).

Na vertente judicial da recuperação de empresas, o *clímax* se dá quando da assembleia geral de credores, que decidirá pela aprovação ou rejeição do plano de recuperação. Os credores, naturalmente, buscam a satisfação do seu crédito, tendendo a votar conforme seus interesses, o que reduz as chances de cooperação entre as classes e entre os credores e a recuperanda.

Thomas Jackson (2001) apresenta as dificuldades em criar um ambiente de negociação coletiva que seja eficaz para recuperação da empresa por meio do

exemplo do "Dilema do Prisioneiro", que Pinheiro & Saddi (2005) explica da seguinte forma, *verbis*:

Tome-se, por exemplo, o conceito de um cassino, onde o lucro de cada jogador depende de cooperar com o seu parceiro ou não. Vemos que no caso de um jogo de cassino, onde as remunerações dependem de risco, e o objetivo é ganhar o máximo possível, a aplicabilidade do dilema dos prisioneiros fica ainda mais evidente. Se os dois cooperarem, eles podem duplicar seus ganhos, comparado à situação em que os dois não cooperam. Mas o prêmio é atrativo o suficiente para que nenhum dos dois coopere. De fato, outra vez que não cooperar é a melhor alternativa para cada jogador, independentemente do que o outro faz. Por simetria, os dois acabam não cooperando e obtendo um ganho conjunto que é o menor de todos na tabela de recompensas (Pinheiro & Saddi, 2005, p. 363).

Daniel Carnio Costa, evocando a lição de Thomas Jackson, resume a situação do Dilema do Prisioneiro na recuperação da empresa, *verbis*:

Imagine uma empresa cujo valor de liquidação seja de 50 mil dólares, mas que esteja devendo a cada um de seus quatro credores o valor de 50 mil dólares. A empresa tem 50, mas deve 200 e, portanto, encontra-se insolvente. Nesse raciocínio, havendo a liquidação da empresa, cada credor receberia potencialmente 12.5 mil dólares. Entretanto, se mantida em funcionamento, a empresa poderia gerar um valor de *going concern* capaz de garantir o pagamento de 25 mil dólares para cada credor. Racionalmente, seria vantagem para os credores aceitar uma proposta de renegociação no montante de 25 mil dólares, ao invés de assistir a liquidação da atividade, que geraria apenas 12.5 mil dólares para cada credor. Entretanto, a teoria dos jogos demonstra que os credores não agem dessa forma racional e com espírito coletivo. A tendência é que o credor se comporte de forma egoísta e tente individualmente a realização do seu crédito na máxima extensão. Nesse sentido, imagine que os credores 1, 2 e 3 concordem com a proposta de negociação. Se o credor 4 não concorda com a proposta de 12.5 e dispara uma execução individual contra a devedora para tentar penhorar (e garantir prioridade na execução do ativo) os 50 mil de ativos da devedora (pagando-se integralmente), tal comportamento influenciará os demais credores, que diante disso, também dispararão suas execuções individuais contra a devedora. O resultado será o abandono da negociação coletiva e a liquidação da atividade e, ao final, todos receberão menos na liquidação do que teriam recebido na hipótese de aceitação do plano de recuperação apresentado pela devedora (Carnio, 2018).

Ao aplicar o Dilema dos Prisioneiros à situação da recuperação judicial, Pinheiro & Saddi (2005, p. 364) observa que o que se vê não é cooperação, porquanto os credores buscam o auto interesse para o recebimento dos créditos, o que pode fazer com que ninguém receba nada. Patrocínio (2012, pp.111-112) complementa esse raciocínio, ao afirmar que não há cooperação entre classes distintas, porquanto a melhoria do pagamento das condições para uma classe, incorrerá em perda para a outra.

Nesse sentido, Patrocínio (2012, p. 147) afirma que o empresário deverá observar os custos financeiros, reputacionais e políticos de uma recuperação judicial, concluindo que a recuperação extrajudicial, enquanto procedimento menos arriscado, vez que a rejeição do plano não enseja automaticamente decretação de falência, pode ser preferível (p. 149).

Além disso, a recuperação extrajudicial pode apresentar menores custos de oportunidade e mais incentivos ao empresário em crise, sobretudo após as modificações introduzidas pela Lei nº. 14.112/2020, que trouxe a possibilidade de inclusão de créditos trabalhistas, desde que haja negociação coletiva com o sindicato de cada categoria profissional (art. 161, § 1º da Lei nº. 11.101/2005).¹²

Dessa forma, os únicos créditos excluídos do plano de recuperação extrajudicial são os tributários, os quais também estão excluídos da recuperação judicial, conforme redação do artigo 187 do Código Tributário Nacional (“CTN”) e artigo 6º, § 7º, da Lei nº. 11.101/2005 e os de natureza contratual prevista nos artigos 49, §§ 3º e 4º e 86, II, também da Lei nº. 11.101/2005¹³.

Conquanto a exclusão do crédito trabalhista configurasse um dos principais entraves à recuperação extrajudicial, a intenção do legislador ao editar a Lei nº. 14.112/2020 foi a de tornar essa modalidade mais palatável para as empresas, enquanto alternativa mais econômica (Panza, 2021, pp. 115 -119), espírito que imbuiu outras modificações – como o já mencionado quórum de aprovação (art. 163), a aplicabilidade expressa do *stay period* (art. 163, §8º), a revogação dos atos jurídicos realizados na recuperação (art. 131) e a simplificação no procedimento (art. 164). A despeito disso, aspectos relevantes foram deixados de fora, como a responsabilidade da sucessora pelos ativos adquiridos, que foi alterada apenas em relação à recuperação judicial (art. 60, § único).

A recuperação extrajudicial parece gozar da maioria das prerrogativas essenciais da recuperação judicial – *stay period* e abrangência das mesmas classes de credores – sem os ônus intrínsecos desta última, que acarretam significativos custos de oportunidade, principalmente a participação do Estado Juiz.

12 “Art. 161. [...] § 1º Estão sujeitos à recuperação extrajudicial todos os créditos existentes na data do pedido, exceto os créditos de natureza tributária e aqueles previstos no § 3º do art. 49 e no inciso II do caput do art. 86 desta Lei, e a sujeição dos créditos de natureza trabalhista e por acidentes de trabalho exige negociação coletiva com o sindicato da respectiva categoria profissional”.

13 “Art. 49. Estão sujeitos à Recuperação Judicial todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos. [...]”

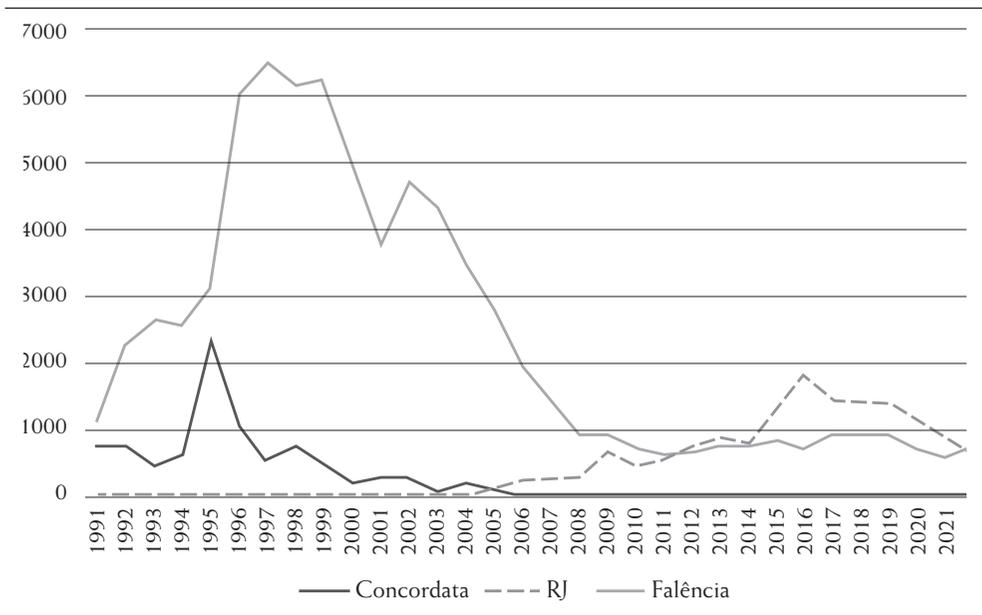
§ 3º Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da Recuperação Judicial e prevalecerão os Direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o

§ 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial. § 4º Não se sujeitará aos efeitos da Recuperação Judicial a importância a que se refere o inciso II do art. 86 desta Lei”.

A mínima intervenção estatal, sendo facultativa a homologação do plano de recuperação pelo Poder Judiciário – exceto no caso de recuperação extrajudicial extraordinária – e os menores custos judiciais, financeiros e políticos deveriam, portanto, tornar a recuperação extrajudicial mais vantajosa e, assim, adotada pelas empresas em situação de crise.

Todavia, enquanto estudos indicam o crescimento no número de pedidos de recuperação judicial desde a edição da Lei nº. 11.101/2005 (Scabora, 2022), a recuperação extrajudicial segue em segundo plano. O indicador *Serasa Experian* de Falências e Recuperações monitora o processamento dos pedidos de concordata, recuperação judicial e falência desde 1991, porém sequer contabiliza os pedidos de recuperação extrajudicial.

GRÁFICO 1. CONCORDATAS E RECUPERAÇÕES EXTRAJUDICIAIS REQUERIDAS X FALÊNCIAS DECRETADAS



Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados do Serasa (2022).

Apesar dessa insuficiência de dados, as iniciativas introduzidas pela Lei nº. 14.112/2020 podem inaugurar uma nova era para a recuperação extrajudicial: recentemente, o Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais noticiou a aprovação do primeiro plano de recuperação extrajudicial homologado no Estado, pouco menos de um ano após a reforma¹⁴.

14 TJMG. Disponível em: <<https://www.tjmg.jus.br/portal-tjmg/noticias/tjmg-homologa-primeiro-plano-de-recuperacao-extrajudicial-de-minas-8A80BCE57D5E0398017D5E1FB6CA2F83.htm#.Y8HxnHbMJPY>>. Acesso em: 13, jan. 2023.

A construção de uma jurisprudência e, mais importante, de uma cultura de avaliar os custos de oportunidade da recuperação extrajudicial em relação à vertente judicial são instrumentos para enfrentar problemas crônicos e estruturais do processo de reorganização de empresas brasileiro, como o excesso de litígio, a insatisfação e os prejuízos, aos credores e à própria recuperanda, com o plano de recuperação aprovado e a discricionariedade e excessivo intervencionismo do Estado.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As alterações introduzidas pela Lei nº. 14.112/2020 tornaram a recuperação extrajudicial mais interessante e potencialmente mais econômica que a vertente judicial, notadamente em relação à simplificação do procedimento, a quase total independência em relação ao Poder Judiciário e a possibilidade de negociação direta com os credores.

A Análise Econômica do Direito e a Teoria dos Jogos, em particular, são instrumentos relevantes para a tomada de decisão acerca de qual modalidade de recuperação optar. Trata-se de metodologias e parâmetros que evidenciam os diversos interesses envolvidos na continuidade – ou não – da empresa e que servem como bússola para a avaliação das formas mais vantajosas de reorganização, tendo por objetivo a redução dos custos transacionais.

Os dados, contudo, ainda não demonstram um crescimento relevante do número de pedidos de recuperação extrajudicial em relação à sua homóloga litigiosa, mesmo após a reforma. São diversas as causas possíveis – desde o interregno temporal relativamente estreito, até a falta de informação das empresas que, acostumadas a um ambiente de extrema litigiosidade, nela veem a única solução para suas crises financeiras –, porém a divulgação de métodos no campo da Análise Econômica do Direito, e da própria vertente extrajudicial de reorganização, são meios para enfrentar problemas estruturais e crônicos do Poder Judiciário brasileiro, como o excesso de litígio, a discricionariedade dos Juízos e os altos custos processuais e judiciais envolvidos em um processo de recuperação judicial.

REFERÊNCIAS

- Baird, D., Gertner, R. H., & Picker, R. C. (1994). *Game Theory and the Law*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Coase, R. H. (1960). "The problem of social cost". *The Journal of Law and Economics*, 3, 1-44.
- Cooter, R., & Ulen, T. (2010). *Direito & Economia* (5th ed.). Porto Alegre, Brazil: Bookman.
- Carnio, D. (2018). "Teoria da essencialidade de bens e as travas bancárias na recuperação judicial de empresas". Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/ordsencia-em-foco/293014/teoria-da-essencialidade-de-bens-e-as-travas-bancarias-na-recuperacao-judicial-de-empresas>
- Coelho, F. U. (2016). *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas* (11th ed.). São Paulo, Brazil: Editora Revista dos Tribunais.

- Coêlho, M. V. F. (2018). "A aplicabilidade dos meios extrajudiciais na recuperação empresarial". *Cadernos FGV Projetos*, 13(33), 118-124.
- Cueva, R. V. B. (2018). "Soluções negociadas para a insolvência empresarial". *Cadernos FGV Projetos*, 13(33), 44-53.
- Dworkin, R. (1980). "Is Wealth a Value?" *The Journal of Legal Studies*, 9(2), 191-226.
- Fornari, H. J. N. (2016). *A análise econômica do direito e a redução das falhas de mercado pela contabilidade no processo de recuperação judicial* (Master's thesis). São Paulo, Brazil: Universidade Presbiteriana Mackenzie,
- Gilson, S. C. (1991). "Managing default: Some evidence on how firms choose between workouts and Chapter 11". *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(2), 62-70.
- Hilbrecht, R. (2019). "Uma Introdução à Teoria dos Jogos", em *Direito e Economia no Brasil: Estudos sobre a análise econômica do Direito*. Indaiatuba: Foco Jurídico.
- Hovenkamp, H. (1985). "Law and economics in the United States: A brief historical survey". *Cambridge Journal of Economics*, 19(2), 331-352.
- Jackson, T. H. (2001). *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington, DC: BeardBooks.
- Machado, J., Canalle, M., & Cassi, G. (2021). "Recuperação extrajudicial como mecanismo de superação de crise econômico-financeira do empresário". *Revista de Direito da FAE*, 4, 200-241.
- Machado, M. V. (2021). "Os desafios da recuperação extrajudicial", em A. Santos, L. M. R. Florentin, & R. Salmazo (eds.), *Transformações no Direito de Insolvência: Estudos sob a perspectiva da reforma da Lei 11.101/2005*, 451-474. São Paulo, Brazil: Quartier Latin.
- Mamede, G. (2021). *Falência e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro, Brazil: Grupo GEN.
- Masso, F. D. (2013). *Direito econômico esquematizado* (2.ª ed.). São Paulo, Brazil: Método.
- Nagas, F. W. B. (2016). "Recuperação extrajudicial: Natureza jurídica, modalidades e comentários sobre institutos semelhantes no direito estadunidense, argentino, francês e português". *Revista de Direito Empresarial*, 16, 129-172.
- Panza, L. O. M. (2021). "Recuperação extrajudicial: Uma releitura para valorização de um instituto neoliberal", em C. H. Abrão, J. L. L. Canto, & P. H. S. Lucon (eds.), *Moderno Direito Concursal – Análise plural das Leis nº 11.101/05 e nº 14.112/30*, 99-122, São Paulo, Brazil: Quartier Latin.
- Patrocínio, D. M. (2012). *Análise econômica da recuperação judicial de empresas: Princípios, jogos, falhas e custos* (Doctoral dissertation). Belo Horizonte, Brazil: Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.
- Piero, M. M. C. (2021). "Recuperação extrajudicial", em Salomão, L. F.; Tartuce, F.; Costa, D. C. (org.). *Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e jurisprudência*, (795-800). Barueri, Brazil: Atlas.
- Pinheiro, A. C., & Saddi, J. (2005). *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro, Brazil: Elsevier.
- Posner, R. A. (1983). *The Economics of justice* (2.ª ed.). Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Salama, B. M. (2012). "A história do declínio e queda do eficientismo na obra de Posner", em L. M. P. Lima (ed.), *Direito e Economia: 30 anos de Brasil*, t. 1, 285-323. São Paulo, Brazil: Saraiva.

- Salomão, L. F. (2020). *Recuperação judicial, extrajudicial e falência – Teoria e prática*. Rio de Janeiro, Brazil: Forense.
- Salomão, L. F., Tartuce, F., & Carnio, D. (2021). *Recuperação de empresas e falência: Diálogos entre a doutrina e a jurisprudência*. Barueri, Brazil: Atlas.
- Scabora, F. C. (2022). "Recuperação judicial e inteligência artificial: Previsão de insolvência por meio de redes neurais artificiais", en E. L. F. Pleti et al. (eds.), *Direito Digital e Desenvolvimento: Olhares transdisciplinares sobre a efetivação de direitos*, 70-95. Uberlândia, Brazil: LAECC.
- Serasa. (2022). *Serasa Experian de falências e recuperações*. São Paulo, Brazil. Retrieved from: <https://www.serasaexperian.com.br/conteudos/indicadores-economicos/>
- Silva, P. J. D. (2013). *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência* (4.ª ed.). Rio de Janeiro, Brazil: Grupo GEN.
- Sredoja, P. (2020). *Análise econômica do direito na recuperação judicial* (Master's thesis). São Paulo, Brazil: Instituto de Direito Público de São Paulo.
- Tribunal de Justiça de São Paulo (2020); Agravo de Instrumento 2097839-30.2019.8.26.0000; Relator (a): Cesar Ciampolini; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro de Limeira - 2ª Vara Cível; Data do Julgamento: 03/09/2020; Data de Registro: 03/09/2020