



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 191 n.º 2, jan. 2026/jun. 2026

RDM 191, n.º 2

Artigos e Atualidades:

1. O Conceito de Poder de Controle segundo a Análise de Três Juristas que o Direito Societário Brasileiro Jamais Poderá Esquecer: Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Erasmio Valladão Azevedo e Novaes França)
2. Um olhar sobre a Itália: novidades legislativas e debates doutrinários sobre a apresentação de uma lista de candidatos para a eleição do conselho de administração de sociedades anônimas pelos administradores "cessantes" (Andrea Pontecorvi)
3. A reserva de lucros a realizar quando os lucros a realizar excedem o valor do dividendo de distribuição obrigatória (Giulia Cavallieri Gomides; Pedro Teixeira Mendes Parizotto)
4. Aspectos jurídicos do 'media for equity': análise dos aspectos societários na integralização do capital social de empresas por meio da cessão do direito de uso da imagem (Luis Pedro Matos França; Leonardo de Moraes Salvato)
5. Instituições, Incerteza e Insolvência: Uma Análise Econômica da Eficiência da Recuperação Judicial no Brasil (Augusto Jorge Siqueira Elias)
6. A racionalidade econômica como critério de interpretação contratual: conteúdo, âmbito de incidência e aplicação do art. 113, § 1º, V, do Código Civil (Giovanni Martins Morroni)
7. O Caso Mary Boone: opacidade, regulação e reconfiguração do sigilo contratual no mercado de arte (Sofia Cristina Sanchez Buchala)
8. A inconstitucionalidade do regime jurídico tributário de IBS e de CBS relativo aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) dedicados à liquidação antecipada de recebíveis (Ricardo Alessandro Castagna; Pedro Terra)
9. Depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil: histórico, regulação e novos entrantes (Jorge Luciano de Jesus Aragão; Lucas Caminha; Rodrigo de Abreu Pinto)
10. O Direito de Preferência na Reversão da Subsidiária Integral (Adriano Helena Sasseron; Luiz Eduardo Jodas Siqueira)

ISBN 978-65-6006-302-0



IDGLOBAL
Instituto de Direito Global



rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
v. 191 nº2

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LXV (Nova Série)

Janeiro 2026/Junho 2026

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXV – v. 191 n°2 – Jan. 2026/jun. 2026

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. da Costa e Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÉ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Renata Mota Maciel
Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Sheila Christina Neder Cerezetti
Vinícius Marques De Carvalho

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Ruy Camilo Pereira Junior
Thiago Saddi Tannous
Vitor Henrique Pinto Ido

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Beatriz de Sousa
Luma Luz
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira

Rafaela Vidal Codogno
Matheus Chebli De Abreu

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Ana Luísa Sepulcri Basilio
Bárbara Deki Meirelles
Camila Borja de Oliveira
Leticia Thiemy Venturini
Luiza Viana Pessoa Lopes

Mariana Caroline Silva Aguiar
Maria Vilasboas Fagundes
Stella dos Santos Lemos Fernandes
Sofia Buchala
Yasmin Haddad D'Alpino

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA
Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil
Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>
"A prerrogativa da licença Creative Commons 4.0, referências, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Adriano Helena Sasserone, Andrea Pontecorvi, Augusto Jorge Siqueira Elias, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Giovanni Martins Morroni, Giulia Cavallieri Gomides, Jorge Luciano de Jesus Aragão, Leonardo de Moraes Salviato, Lucas Caminha, Luis Pedro Matos França, Luiz Eduardo Jodas Siqueira, Pedro Teixeira Mendes Parizotto, Pedro Terra, Ricardo Alessandro Castagna, Rodrigo de Abreu Pinto, Sofia Cristina Sanchez Buchala.

ISBN: 978-65-6006-302-0

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Junho de 2026

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



MINI-CURRÍCULOS DOS AUTORES:

Adriano Helena Sasseron: Doutorando e Mestre em Direito Comercial pela USP. Master em Finanças Corporativas e Controladoria pela EESP - FGV. Advogado em São Paulo.

Andrea Pontecorvi: Pesquisador (Ricercatore a tempo determinato) no Departamento de Ciências Econômicas, Empresariais e Estatísticas da Universidade de Palermo, Palermo, Itália. Doutor em Direito Comercial pela Scuola Dottorale Internazionale “Tullio Ascarelli”, Università Roma Tre, Roma, Itália.

Augusto Jorge Siqueira Elias: Mestre em Direito, Justiça e Desenvolvimento pelo IDP. Assessor Especial do 3º Tabela de Notas de São Paulo. Advogado licenciado.

Erasmus Valladão Azevedo e Novaes França: Graduado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (1973), e mestre em Direito Comercial pela mesma instituição (1992), onde também concluiu doutorado em Direito Comercial (1998) e a livre-docência em Direito Comercial (2012). Professor sênior. Ex-Chefe do Departamento de Direito Comercial (2016-2019). Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Comercial, atuando principalmente no campo do Direito Societário.

Giovanni Martins Morroni: Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP (2025). Advogado da área de Pesquisa do escritório BMA Advogados.

Giulia Cavallieri Gomides: Advogada em Xavier Gagliardi Inglês Schaffer Advogados. Bacharel e Mestranda em Direito Civil pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FDUSP), com dupla diplomação pela Université Jean Moulin Lumière Lyon III (França),

em que atualmente cursa o Master em Direito Econômico Franco-Brasileiro.

Jorge Luciano de Jesus Aragão: Advogado. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). Pesquisador associado ao Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD).

Leonardo de Moraes Salviato: Advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com foco em Direito Societário e Regulação do Mercado de Capitais. Atuou e coordenou grupos de pesquisa como o Centro de Estudos de Mercado Financeiro e de Capitais (CEM) e o Center for M&A Studies, dedicando-se a temas de regulação do mercado de capitais, governança corporativa e operações societárias. Atualmente é graduando em História pela FFLCH-USP.

Lucas Caminha: Diretor jurídico de instituição financeira, doutorando em Regulação pela Fundação Getúlio Vargas, mestre em Direito Empresarial pela UERJ, graduado em Direito pela UFRJ. Autor das obras “Novo Mercado de Crédito: Concorrência, Regulação e Novas Tecnologias” e “Captação de Recursos por Startups”.

Luis Pedro Matos França: Advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com foco em Direito Societário e Fusões e Aquisições de Empresas. Participação no Grupo de Estudos de Direito Concorrencial da USP (GDC), dedicando-se a estudar relações entre concorrências, mercado e questões societárias.

Luiz Eduardo Jodas Siqueira: Bacharel em Direito pela SP (2019). Master en Droit (Contentieux, Arbitrage et Modes Amiables de Résolution des Différends) pela Université-Paris-Panthéon-Assas, França (2023). Mestre em Direito Comercial pela USP (2025). Advogado em São Paulo.

Pedro Teixeira Mendes Parizotto: Advogado em Tavares Guerreiro Advogados. Bacharel, Mestre e Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FDUSP).

Pedro Terra: Graduando na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bolsista de Iniciação Científica do CNPq.

Ricardo Alessandro Castagna: Doutor em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Mestre em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP). Pesquisador pós-doutoral pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) e pela Faculdade de Direito da Universidade de Navarra (UNAV), Espanha. Diretor Acadêmico e Professor de Direito Financeiro e Direito Tributário do CEU Law School. Professor de Direito Tributário e de Direito Financeiro e Coordenador do curso de Direito da Faculdade Belavista.

Rodrigo de Abreu Pinto: Presidente do Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD). Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) e Filosofia pela Universidade de São Paulo (USP). Diretor da Câmara de Comércio Brasil-Portugal (PE). Membro da Comissão de Direito Empresarial do Instituto dos Advogados de Pernambuco (IAP-PE). Membro da Comissão de Mercado Financeiro e de Capitais da Ordem dos Advogados de Pernambuco (OAB-PE). Conselheiro da Fundação Gilberto Freyre.

Sofia Cristina Sanchez Buchala: Estudante de Direito na USP (conclusão prevista para 2026), pesquisadora na área de Direito Internacional e Direito do Comércio Internacional e intercambista no Center for Transnational Legal Studies (CTLs), em parceria com Georgetown University e King's College London.

SUMÁRIO

O conceito de poder de controle segundo a análise de três juristas que o direito societário brasileiro jamais poderá esquecer: Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira15

Erasmu Valladão Azevedo e Novaes França

Um olhar sobre a Itália: novidades legislativas e debates doutrinários sobre a apresentação de uma lista de candidatos para a eleição do conselho de administração de sociedades anônimas pelos administradores "cessantes"29

Andrea Pontecorvi (Universidade de Palermo)

A reserva de lucros a realizar quando os lucros a realizar excedem o valor do dividendo de distribuição obrigatória73

Giulia Cavallieri Gomides (Universidade de São Paulo), Pedro Teixeira Mendes Parizotto (Universidade de São Paulo)

Aspectos Jurídicos do Media for Equity: análise dos aspectos societários na integralização do capital social de empresas por meio da cessão do direito de uso da imagem91

Luis Pedro Matos França (Universidade de São Paulo), Leonardo de Moraes Salviato (Universidade de São Paulo)

Instituições, incerteza e insolvência: uma análise econômica da eficiência da recuperação judicial no Brasil.....117

Augusto Jorge Siqueira Elias (Instituto Brasileiro de Desenvolvimento, Ensino e Pesquisa)

A racionalidade econômica como critério de interpretação
contratual: conteúdo, âmbito de incidência e aplicação do art. 113,
§1º, V, do Código Civil.....159

Giovanni Martins Morroni (Universidade de São Paulo)

O caso Mary Boone: Opacidade, regulação e reconfiguração do
sigilo contratual no mercado de arte193

Sofia Cristina Sanchez Buchala (Universidade de São Paulo)

A inconstitucionalidade do regime jurídico tributário de IBS e de CBS
relativo aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCS)
dedicados à liquidação antecipada de recebíveis.....217

Ricardo Alessandro Castagna (CEU), Pedro Terra (Universidade de São Paulo)

Depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil: histórico,
regulação e novos entrantes257

*Rodrigo de Abreu Pinto (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro), Jorge
Luciano de Jesus Aragão (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro), Lucas
Caminha (Fundação Getúlio Vargas)*

O Direito de Preferência na Reversão da Subsidiária Integral.....301

*Adriano Helena Sasseron (Universidade de São Paulo, São Paulo), Luiz Eduardo
Jodas Siqueira (Université Paris Panthéon Assas, França)*

INSTITUIÇÕES, INCERTEZA E INSOLVÊNCIA: UMA ANÁLISE ECONÔMICA DA EFICIÊNCIA DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO BRASIL

INSTITUTIONS, UNCERTAINTY, AND INSOLVENCY: AN ECONOMIC ANALYSIS OF THE EFFICIENCY OF JUDICIAL REORGANIZATION IN BRAZIL

*Augusto Jorge Siqueira Elias (Instituto Brasileiro de Desenvolvimento,
Ensino e Pesquisa)¹⁷³*

Resumo: A ineficiência das instituições jurídicas no sistema de insolvência brasileiro atua como um vetor de incerteza knightiana, desestruturando os microfundamentos do mercado de crédito. Sob a ótica da Nova Economia Institucional e fundamentado na Crítica de Lucas, este estudo analisa como a volatilidade jurisdicional na Recuperação Judicial (Lei 11.101/2005) altera as expectativas racionais dos agentes e transmuta o risco calculável em incerteza sistêmica. A pesquisa demonstra que a fragilização dos direitos de propriedade eleva os custos de transação e fomenta a zumbificação da economia pela manutenção de agentes ineficientes. A análise de dados do Banco Central revela que a insegurança jurídica opera como um imposto implícito sobre o *spread* bancário, restringindo a oferta de liquidez. A estrita observância à dogmática falimentar constitui, portanto, o mecanismo primordial para a redução do custo do capital e a preservação da empresa viável.

Palavras-chave: Recuperação Judicial. Nova Economia Institucional. Incerteza Knightiana. *Spread* Bancário. Crítica de Lucas.

Abstract: Legal institutional inefficiency within the Brazilian insolvency system acts as a vector of Knightian uncertainty, disrupting the microfoundations of the credit market. Grounded in New

¹⁷³ Mestre em Direito, Justiça e Desenvolvimento pelo IDP. Assessor Especial do 3º Tabelião de Notas de São Paulo. Advogado licenciado.

Institutional Economics and the Lucas Critique, this study analyzes how jurisdictional volatility in Judicial Reorganization (Law 11.101/2005) alters agents' rational expectations and transmutes calculable risk into systemic uncertainty. The research demonstrates that the erosion of property rights increases transaction costs and fosters economic zombification through the survival of inefficient agents. Analysis of Central Bank data reveals that legal insecurity operates as an implicit tax on credit spreads, restricting liquidity supply. Strict adherence to bankruptcy dogma thus constitutes the primary mechanism for reducing the cost of capital and preserving viable firms.

Keywords: Judicial Reorganization. New Institutional Economics. Knightian Uncertainty. Credit Spread. Lucas Critique.

Sumário: Introdução; 1. Instituições e Ambiente de Negócios na Nova Economia Institucional; 1.1 O conceito de instituição e a redução de custos de transação; 1.2 O sistema de insolvência como instituição econômica inclusiva; 2. Risco, Incerteza e Atividade Jurisdicional; 2.1 A distinção econômica entre risco de crédito e incerteza jurídica; 2.2 Ativismo judicial e instabilidade decisória como fontes de incerteza; 3. Consequências Econômicas da Insegurança Jurídica; 3.1 Impacto no *spread* bancário e na oferta de crédito; 3.2 A Atrofia do Mercado de Capitais e a Dependência do Crédito Bancário; 4. Previsibilidade e Rigor Dogmático na Lei 11.101/2005; 4.1 A função econômica do *enforcement* das garantias; 4.2 Segurança jurídica como vetor de fomento ao *turnaround*; Considerações Finais; Bibliografia.

INTRODUÇÃO

O sistema de insolvência brasileiro é marcado por uma assimetria evidente entre a sofisticação normativa e a eficiência econômica concreta. As reformas promovidas pelas Leis nº 11.101/2005 e nº

14.112/2020 buscaram alinhar o país às diretrizes da UNCITRAL¹⁷⁴ e do Banco Mundial, introduzindo institutos modernos como o *fresh start* e o *DIP financing*. Contudo, a atualização legislativa mostrou-se insuficiente para mitigar o *spread* bancário ou para elevar as taxas de recuperação de crédito aos patamares da OCDE¹⁷⁵. A persistência desses indicadores negativos, mesmo sob um arcabouço legal modernizado, sugere que a origem do problema transcende a dogmática jurídica tradicional.

A hipótese central deste estudo identifica a fragilidade das instituições responsáveis pelo *enforcement* da norma como o um dos principais vetores de eficiência alocativa do sistema de insolvência. A ingerência judicial em elementos centrais do plano de recuperação desconsidera o processo como um mecanismo de coordenação coletiva, fragmentando os incentivos econômicos que deveriam nortear a maximização do valor dos ativos. A relativização de garantias reais e alteração de direitos de credores sob o pretexto de preservar a atividade econômica acaba por converter o risco do negócio, um elemento natural e precificável, em incerteza institucional imponderável.

Essa distinção analítica, derivada da obra de Frank Knight, fundamenta a abordagem aqui proposta. Enquanto o risco permite o cálculo atuarial e a formação racional de preços pelo mercado

174 Refere-se, especificamente, às recomendações sobre a reabilitação de empresas viáveis e a liquidação eficiente de inviáveis, com foco no “fresh start”. Vide: UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW (Org.), **UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law - Parts One and Two**, New York: United Nations, 2005, p. 10-14.

175 Conforme dados do Banco Mundial e do BNDES, o *spread* bancário brasileiro supera em mais de dez vezes a média dos países da OCDE. A taxa de recuperação de crédito no Brasil permanece estagnada em patamares inferiores a 20%, contrastando com a média superior a 70% nas economias de alta renda. Vide: COSTA DA SILVA, Napoleão Luiz; PONTUAL, Eduardo; BRITO, Ricardo Dias, Mercado de Crédito: Propostas para Reduzir Custo e Ampliar o Acesso de Financiamento às Empresas Brasileiras, in: SILVA FILHO, Edison Benedito Da; OLIVEIRA, João Maria De; ARAÚJO, Bruno Cesar Pino Oliveira De (Orgs.), **Eficiência produtiva : análise e proposições para aumentar a produtividade no Brasil**, Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2022; Vide, Também: WORLD BANK, **Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies**, Washington, DC: World Bank, 2020.

financeiro, a incerteza gerada pelo ativismo judicial impõe custos de transação proibitivos. A resposta do mercado a essa imprevisibilidade é a restrição da oferta de capital e a exigência de prêmios de risco elevados, o que sufoca o investimento produtivo e perpetua a estagnação. A premissa consequencialista de Mariana Pargendler e Bruno Salama, segundo a qual os precedentes judiciais alteram os custos relativos de condutas e as probabilidades de ação dos agentes econômicos, serve de base para a tese aqui defendida¹⁷⁶.

Demonstra-se, portanto, que a estabilidade das decisões judiciais e a estrita observância contratual operam como pilares inegociáveis do desenvolvimento econômico. A estabilidade decisória na aplicação da Lei nº 11.101/2005 impõe-se como requisito fundamental para a operabilidade do sistema de insolvência, *conditio sine qua non* para sua atuação efetiva como mecanismo de saneamento do mercado.

Para validar essa hipótese, o estudo articula a redução de custos de transação como métrica de qualidade institucional, distingue a natureza econômica do risco de crédito frente à incerteza jurídica e, por fim, mensura as consequências da insegurança jurisdicional sobre o *spread* e a alocação de recursos, defendendo o *enforcement* rigoroso de garantias como mecanismo primário de fomento ao *turnaround*.

1. INSTITUIÇÕES E AMBIENTE DE NEGÓCIOS NA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

A análise da eficiência do sistema de insolvência brasileiro demanda a superação da dogmática jurídica tradicional, frequentemente restrita à exegese da norma posta. Torna-se imperativo investigar as estruturas subjacentes que moldam os incentivos dos agentes econômicos. A Nova Economia Institucional oferece o arcabouço teórico adequado para essa tarefa, ao rejeitar a premissa neoclássica de mercados sem fricção e racionalidade perfeita. No

176 PARGENDLER, Mariana; SALAMA, Bruno Meyerhof, Direito e Consequência no Brasil: em Busca de um Discurso sobre o Método, **Revista de Direito Administrativo**, v. 262, p. 95-144, 2013, p. 97-99.

mundo real, os agentes possuem racionalidade limitada e atuam em ambientes de informação incompleta.

Na realidade operacional do direito, realizar trocas custa caro. Existem custos para medir os atributos dos bens, proteger direitos e garantir o cumprimento dos contratos¹⁷⁷. Aplicando-se a lógica de Mariana Pargendler e Bruno Salama, o direito deixa de ser apenas uma variável exógena para tornar-se um determinante central dos custos de produção¹⁷⁸. A forma como as leis de insolvência são desenhadas e aplicadas define se o capital fluirá para empreendedores inovadores ou se ficará retido em projetos falidos.

A qualidade do ambiente de negócios não decorre apenas de variáveis macroeconômicas, mas fundamentalmente da qualidade das instituições. Elas determinam a matriz de incentivos da sociedade¹⁷⁹. Conforme a tipologia clássica de William Baumol¹⁸⁰, as instituições determinam se o talento empresarial será alocado em atividades produtivas (inovação) ou improdutivas (*rent-seeking* e litígio)¹⁸¹. O sistema de insolvência situa-se no centro dessa engrenagem, operando como infraestrutura fundamental para a alocação de capital e mitigação de riscos.

177 NORTH, Douglass C., **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**, 26th pr. Cambridge: Cambridge Univ. Press, 2008, p. 27.

178 PARGENDLER; SALAMA, Direito e Consequência no Brasil, p. 126.

179 A validação empírica dessa premissa no Brasil pode ser encontrada no estudo de Schapiro e Pereira (2019). Ao analisarem mais de mil decisões judiciais sobre o Sistema Financeiro Imobiliário, os autores demonstraram que a mera alteração legislativa (instituição formal), embora tenha elevado a segurança jurídica contratual, não foi suficiente para, isoladamente, transmutar a matriz de incentivos do mercado, que permaneceu dependente das organizações estatais tradicionais. Isso corrobora que a qualidade do ambiente de negócios é uma função da interação dinâmica entre as normas e a capacidade real de enforcement e adaptação dos agentes. Vide: SCHAPIRO, Mario Gomes; PEREIRA, Saylon Alves, Um palacete assobradado: a coexistência entre organizações estatais e instituições de mercado no financiamento habitacional brasileiro, **Revista Direito GV**, v. 15, n. 3, p. 1-36, 2019.

180 BAUMOL, William J, Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive, **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 5, p. 893-921, 1990.

181 Sobre a necessidade de Inovação e Segurança, Vide também: COOTER, Robert; SCHÄFER, Hans-Bernd, **Solomon's Knot: How Law can end the Poverty of Nations**, Princeton: Princeton University Press, 2012.

1.1 O CONCEITO DE INSTITUIÇÃO E A REDUÇÃO DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Em *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Douglass North define instituições como as regras do jogo em uma sociedade, ou, mais formalmente, as restrições humanamente concebidas que estruturam a interação política, econômica e social¹⁸². Sua estrutura compreende restrições formais e informais, abrangendo desde marcos constitucionais e direitos de propriedade até normas de conduta e costumes, cuja eficácia reside na qualidade de seu *enforcement*.

A função econômica primordial das instituições é a redução da incerteza, estabelecendo uma estrutura estável para a interação humana. Em cenários de incerteza, os agentes enfrentam custos de transação elevados para mensurar os atributos da troca e assegurar a execução contratual, de modo que, conforme a tese de Coase, a configuração jurídica das normas passa a determinar diretamente a eficiência na alocação dos recursos¹⁸³.

A abordagem de Williamson expande o escopo normativo de North ao priorizar o “jogo do jogo” (*play of the game*), salientando que a incompletude intrínseca aos contratos torna as relações econômicas suscetíveis ao oportunismo, definido pelo autor como a busca do autointeresse com malícia (*self-interest seeking with guile*)¹⁸⁴. O processo de recuperação judicial deve ser compreendido como um mecanismo de governança destinado a mitigar esse oportunismo *ex post*. Contudo, a eficácia desse arranjo institucional é frequentemente subvertida por decisões judiciais lenientes que, sob o pretexto de uma “preservação da empresa” desvinculada de fundamentos econômicos, ignoram a

182 NORTH, *Institutions*, p. 3.

183 Vide: COASE, Ronald H., The Problem of Social Cost, *The Journal of Law and Economics*, v. 3, p. 1-44, 1960.

184 WILLIAMSON, Oliver E., *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, 1. Free Press paperback edition. London: Macmillan, 1987, p. 47.

força obrigatória dos contratos e a higidez das garantias. Tal postura jurisdicional acaba por viabilizar o comportamento estratégico do devedor, que encontra no Judiciário um respaldo para postergar obrigações e dissipar ativos, elevando a incerteza sistêmica.

Aplicando-se esse arcabouço à insolvência, a Lei nº 11.101/2005 atua como a instituição formal que define as regras de saída do mercado e de repactuação de passivos. A regra escrita, contudo, é insuficiente se isolada da sua aplicação concreta. A previsibilidade do *enforcement* judicial constitui a variável crítica da equação institucional, na medida em que a atuação errática ou excessivamente morosa do Judiciário frustra o objetivo primário de redução de incerteza. O resultado imediato é a elevação dos custos de monitoramento e execução do crédito, ônus invariavelmente repassado ao tomador final via *spread* bancário, restringindo o volume de transações e, por extensão, o crescimento econômico. Como bem adverte Thomas Jackson, a intervenção judicial que ignora as prioridades contratuais em favor de decisões discricionárias destrói a lógica coletiva do sistema de insolvência, transformando o que deveria ser um mecanismo de maximização de valor em um jogo de soma zero ineficiente¹⁸⁵.

1.2 O SISTEMA DE INSOLVÊNCIA COMO INSTITUIÇÃO ECONÔMICA INCLUSIVA

A eficácia das restrições descritas anteriormente depende da natureza das instituições que as sustentam. Acemoglu e Robinson estabelecem a distinção fundamental entre instituições econômicas inclusivas e extrativas. As primeiras asseguram o respeito à propriedade privada, a imparcialidade jurisdicional e a neutralidade competitiva (*level playing field*¹⁸⁶) indispensável à incorporação de

185 Vide: JACKSON, Thomas H., **The Logic and Limits of Bankruptcy Law**, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1986.

186 ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James, **Por Que as Nações Fracassam**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 173, 178.

novas tecnologias e à expansão da produtividade¹⁸⁷. Em oposição, as instituições extrativas são desenhadas para extrair renda de um subconjunto da sociedade em benefício de outro¹⁸⁸, bloqueando a inovação e o processo de destruição criativa de Schumpeter¹⁸⁹.

O sistema de insolvência deve ser compreendido como uma instituição econômica inclusiva fundamental. A eficácia do sistema de insolvência reside na realocação eficiente de ativos produtivos e no saneamento do mercado, transcendendo a mera composição do conflito distributivo entre as partes. Um processo de falência ou recuperação judicial eficiente permite que empresas viáveis superem choques de liquidez e que ativos de empresas inviáveis sejam rapidamente reintroduzidos no mercado sob nova direção¹⁹⁰.

A função primária do direito falimentar, sob uma ótica inclusiva, é operar como um mecanismo de triagem técnica. Michelle White sustenta que a teoria econômica sugere que a insolvência deve eliminar apenas as firmas ineficientes, cujos recursos seriam melhor aproveitados em outras atividades¹⁹¹. Quando o sistema cumpre esse papel, reduz as barreiras de saída e, por consequência, diminui o risco percebido pelos novos entrantes, fomentando um ambiente de negócios focado na eficiência alocativa.

Todavia, quando o sistema falimentar é capturado por ineficiências processuais ou por um protecionismo judicial que mantém em operação agentes inviáveis, ele assume características de uma instituição extrativa. O conceito de “zumbificação” descreve a sobrevivência de firmas que continuam a operar apenas porque recebem fluxo de crédito subsidiado dissociado de sua produtividade

187 *Ibid.*, p. 179.

188 *Ibid.*, p. 187.

189 SCHUMPETER, Joseph A., **Capitalism, Socialism and Democracy**, London: Routledge, 2005, p. 83.

190 Nas palavras de Michelle White: “*Economic theory suggests that bankruptcy should serve as a screening process designed to eliminate only those firms that are economically inefficient and whose resources could be better used in some other activity*” WHITE, Michelle J, The Corporate Bankruptcy Decision, **Journal of Economic Perspectives**, v. 3, n. 2, p. 129–151, 1989, p. 129.

191 *Ibid.*

real¹⁹². Conforme a análise de Ayoub e Cavalli, o sistema de insolvência deve distinguir as empresas viáveis (onde o valor da empresa em funcionamento supera o valor de liquidação) das empresas inviáveis, baseadas em modelos de negócio incapazes de gerar valor¹⁹³. Enquanto a recuperação judicial visa sanar crises de viabilidade financeira¹⁹⁴, a manutenção artificial de empresas inviáveis gera custos sociais de conservação superiores aos de sua liquidação; nesses casos, a função do direito concursal é promover a retirada da empresa do mercado mediante uma liquidação rápida para maximizar o valor dos ativos, evitando sua depreciação¹⁹⁵.

A literatura internacional demonstra que a sobrevivência de companhias ineficientes depende de taxas de juros baixas e da prática de *evergreening*, caracterizada por refinanciamentos constantes que apenas postergam a falência inevitável¹⁹⁶. No contexto nacional, essa

192 Os autores destacam que um mecanismo central de estagnação é a falta de reestruturação, que também pode ser causada por procedimentos legais de falência que protegem os devedores. Ao ignorar os sinais de mercado que exigiriam a liquidação ou redução do tamanho da empresa, essa proteção artificial gera um “congestionamento”, reduzindo os lucros e o investimento das empresas saudáveis. Vide: CABALLERO, Ricardo J; HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil K, *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, **American Economic Review**, v. 98, n. 5, p. 1943–1977, 2008, p. 1944–1945, 1972.

193 Os autores citam o exemplo dos fabricantes de chicotes para charretes, a fim de ilustrar que o direito não deve proteger modelos de negócio superados pela inovação tecnológica. AYOUN, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio, **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**, 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017, p. 230.

194 Segundo os Autores, “mais que tratar da viabilidade econômica, importa avaliar a viabilidade financeira, ou seja, a capacidade da empresa de gerar recursos suficientes para cobrir todos os desembolsos necessários”. É essa capacidade de geração de caixa que justifica a manutenção da fonte produtora.” *Ibid.*, p. 227.

195 Sobre a premência da liquidação célere de agentes inviáveis, Eduardo Goulart Pimenta adverte que a passagem do tempo atua como vetor de depreciação dos ativos e de agravação passiva, gerando “efeitos devastadores” sobre a capacidade de pagamento do concurso de credores. Para o autor, a manutenção de empresas economicamente inviáveis e deficitárias é injustificável, devendo o processo falimentar evitar a sucessão infinita de atos processuais que apenas consomem um patrimônio “cada vez mais dilacerado em seu valor. Vide: PIMENTA, Eduardo Goulart, **Direito, Economia E Crise Da Empresa**, 3. ed. Belo Horizonte: Expert Editora, 2024, p. 149, 166–167, 823, 829.

196 Granzotto et al. identificam esse fenômeno como uma falha de monitoramento institucional em que a manutenção de agentes insolventes subverte o processo

patologia é potencializada por um sistema de insolvência que falha na triagem de agentes inviáveis, permitindo que o processo judicial funcione como um anteparo contra a disciplina de mercado¹⁹⁷. A estratégia de manter empresas em operação por meio de crédito subsidiado ou direcionado via bancos públicos apenas ressuscita ineficiências que deveriam ter sido expurgadas pelo saneamento concursal¹⁹⁸. Essa política de *below-market finance* cria distorções severas ao desincentivar a reestruturação real em favor de uma sobrevivência artificial, frequentemente viabilizada por decisões judiciais que suspendem execuções e alienações sem um exame rigoroso da viabilidade econômica subjacente¹⁹⁹.

de alocação de recursos, consolidando uma patologia de sobrevivência artificial. A persistência dessa condição reflete baixa qualidade institucional e a ausência de disciplina de mercado no saneamento econômico. GRANZOTTO, Alberto *et al*, Brazil: The Heart of the 'Zombie' Economy in Emerging Markets, **Brazilian Review of Finance**, v. 23, n. 1, 2025, p. 2, 6, 11.

197 A falha na triagem de agentes inviáveis é explicada pela teoria da discricionariedade judicial de Gennaioli e Rossi, que demonstram como tribunais tendenciosos “são mais propensos a reorganizar todas as empresas, incluindo aquelas com poucas perspectivas”, ignorando a eficiência econômica. Nesse cenário, o processo judicial atua como um anteparo contra a disciplina de mercado ao criar incentivos sistemáticos para manter a empresa funcionando mesmo quando sua liquidação valeria mais. Os autores alertam que, sem proteção adequada aos credores, a competição e a discricionariedade judicial geram uma corrida em direção a usos cada vez mais ineficientes do sistema, perpetuando a operação de firmas que deveriam ser expurgadas do mercado. GENNAIOLI, Nicola; ROSSI, Stefano, Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy, **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 11, p. 4078–4114, 2010, p. 4080–4083, 4091.

198 Dados empíricos registram no Brasil uma prevalência de empresas zumbis de 16,75%, indicador que supera em aproximadamente 2,3 vezes a média observada em mercados emergentes correlatos. Tal métrica ratifica a existência de vieses institucionais voltados à continuidade de firmas não lucrativas em detrimento de reabilitações efetivas. GRANZOTTO *et al*, Brazil: The Heart of the 'Zombie' Economy in Emerging Markets; Edith Hotchkiss argumenta que a mera tramitação de processos concursais sem viabilidade econômica subjacente constitui falha do sistema em promover a saída de gestores ineficientes e a realocação de ativos, resultando em reestruturações sucessivas e inócuas. HOTCHKISS, Edith Shwalb, Postbankruptcy Performance and Management Turnover, **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 3–21, 1995, p. 3–4.

199 A análise da OCDE corrobora a tese de que o *below-market finance* promove a sobrevivência artificial de agentes ineficientes ao abrandar restrições orçamentárias que, em taxas de mercado, impossibilitariam a viabilidade da firma. Esse mecanismo gera risco moral e enfraquece a disciplina financeira, enfraquecendo os incentivos

Portanto, a avaliação da Lei nº 11.101/2005 deve fundamentar-se em sua funcionalidade teleológica de assegurar que o fracasso empresarial seja tratado como etapa natural do ciclo econômico. A transformação do sistema de insolvência em uma instituição inclusiva exige que o *enforcement* judicial recupere a previsibilidade interpretativa, abandonando o protecionismo em favor de uma segurança jurídica pautada pela completude contratual. É justamente a quebra dessa previsibilidade que transmuta o risco calculável em incerteza knightiana, cujos reflexos sobre o *spread* bancário e a alocação de recursos serão detalhados na seção seguinte.

2. RISCO, INCERTEZA E ATIVIDADE JURISDICIONAL

Em última análise, a eficiência do mercado de crédito depende da capacidade dos agentes econômicos de realizar cálculos intertemporais confiáveis. O ato de conceder crédito a uma empresa em dificuldade ou de financiar um plano de recuperação (*DIP Financing*) é uma operação complexa de troca de liquidez presente por uma promessa de pagamento futuro. Para que essa troca ocorra, o investidor precisa ser capaz de estimar, com grau razoável de precisão, a probabilidade de retorno do capital investido.

Nesse ponto, a teoria econômica oferece uma distinção analítica categórica, frequentemente ignorada pelos operadores do direito, mas que se revela fundamental para a compreensão da crise de crédito e do subdesenvolvimento do mercado de capitais no Brasil: a diferença estrutural entre risco e incerteza. A incapacidade do sistema jurídico

para que os gestores inovem ou melhorem as operações, isto é, desincentivando a reestruturação real necessária. Os dados empíricos demonstram que esse suporte não torna as empresas mais eficientes; ao contrário, existe uma correlação negativa estatisticamente relevante: dobrar o montante de empréstimos subsidiados está associado a uma redução de 5% a 10% na produtividade da firma. Ao permitir que empresas menos produtivas permaneçam em atividade, essa política impede o ajuste de mercado e contribui para o excesso de capacidade estrutural, pressionando preços e prejudicando competidores eficientes. OCDE, **Measuring distortions in international markets: Below-market finance**, Paris: OCDE Publishing, 2021, p. 54–57.

brasileiro em oferecer respostas consistentes transforma o que deveria ser um cálculo de risco em um salto no escuro da incerteza.

2.1 A DISTINÇÃO ECONÔMICA ENTRE RISCO DE CRÉDITO E INCERTEZA JURÍDICA

Frank Knight estabeleceu a diferenciação analítica entre Risco e Incerteza na obra *Risk, Uncertainty and Profit*. Para Knight, o risco refere-se a situações em que a distribuição de resultados possíveis é conhecida ou pode ser estimada estatisticamente. Trata-se de uma quantidade mensurável, passível de cálculo atuarial e, portanto, precificável. O inadimplemento de uma empresa constitui um risco clássico: instituições financeiras utilizam modelos de *credit scoring* e séries históricas para atribuir uma probabilidade de *default* a cada tomador, embutindo no *spread* um prêmio para cobrir a eventualidade da perda. O risco, portanto, é um custo do negócio²⁰⁰, passível de mitigação, seguro ou *hedge*²⁰¹.

A incerteza, por outro lado, aplica-se a situações de singularidade tal que a probabilidade dos resultados é desconhecida ou incalculável. Conforme observa Keynes ao expandir o conceito knightiano, no domínio da incerteza “simplesmente não sabemos”, inexistindo base científica para a formação de probabilidade matemática²⁰². No ambiente institucional, a incerteza emerge quando a fluidez das “regras do jogo” impede que os agentes formem expectativas racionais

200 KNIGHT, Frank H., **Risk, Uncertainty and Profit**, Boston: Houghton Mifflin, 1921, p. 19–20.

201 O termo designa, em finanças, uma estratégia de proteção destinada a reduzir ou eliminar a exposição ao risco de volatilidade de preços de um ativo. Diferente do seguro tradicional, que transfere o risco a terceiros mediante prêmio, o *hedge* envolve, usualmente, a tomada de uma posição oposta em um mercado correlato (como o de derivativos ou futuros) para neutralizar eventuais perdas na posição original, garantindo a previsibilidade do fluxo de caixa. Vide: KEYNES, John Maynard, **A Treatise on Money, Volume II - The Applied Theory of Money**, New York: Harcourt, Brace and Company, 1930, p. 143 e ss.; Vide, também: ASSAF NETO, Alexandre, **Mercado Financeiro**, São Paulo: Editora Atlas Ltda, 2018, p. 445–446.

202 KEYNES, J. M., The General Theory of Employment, **The Quarterly Journal of Economics**, v. 51, n. 2, p. 209, 1937, p. 214.

sobre o comportamento futuro do Estado-Juiz. A crítica central à prática brasileira reside neste ponto: o sistema jurídico, desenhado para funcionar como redutor de incertezas, passa a operar como fonte geradora de instabilidade.

A atividade empresária opera, por definição, sob o risco de mercado (preferências do consumidor, concorrência, tecnologia etc.), não cabendo ao Direito adicionar uma camada extra de “risco institucional” derivado de decisões imprevisíveis. A eficiência do sistema depende da capacidade do Direito de garantir que a alocação de riscos pactuada nos contratos (*ex-ante*) seja respeitada na eventualidade da crise (*ex-post*). Se, por exemplo, o contrato de crédito prevê uma garantia fiduciária, este instrumento atua como ferramenta de gestão do risco, e sua anulação judicial constitui a introdução da incerteza.

No entanto, observa-se no Brasil o que Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli denominam como uma “construção jurisprudencial da recuperação judicial” frequentemente apartada da racionalidade econômica da lei²⁰³. Verifica-se um deslocamento hermenêutico onde a regra jurídica de contornos definidos cede lugar a *standards* judiciais abertos, tanto pelo descompasso estrutural causado pela rigidez e ineficiência do processo legislativo frente à dinâmica do mercado²⁰⁴, quanto pela adoção de preceitos jusfilosóficos, critérios

203 Para os autores, a “construção jurisprudencial” reflete o quanto a jurisprudência construiu e consolidou acerca do direito já posto. Os autores demonstram como o Judiciário, guiado pelo princípio da preservação da empresa, criou soluções para impasses práticos não resolvidos pelo texto original da Lei n. 11.101/2005. Exemplos paradigmáticos incluem: (i) a admissão do litisconsórcio ativo para grupos econômicos, instituto não previsto expressamente na lei, mas admitido jurisprudencialmente para viabilizar a superação conjunta da crise; (ii) a “solução jurisprudencialmente construída” para a dispensa de apresentação de Certidões Negativas de Débito (CND) tributário, superando a exigência do art. 57 da LRF diante da ausência de lei específica de parcelamento à época; e (iii) a flexibilização do stay period, que, embora definido como “improrrogável” pela lei, passou a ser estendido pelos tribunais quando a demora na aprovação do plano não fosse imputável ao devedor. AYOUN; CAVALLI, **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**, p. 15, 54–55, 160 e ss.

204 A complexidade dos instrumentos financeiros e contratuais modernos exige um grau de especialização técnica e econômica que o processo político-eleitoral, por sua

de equidade material e concepções de justiça distributiva por parte do julgador e das instituições judiciais²⁰⁵. A ausência de um padrão decisório uniforme corrói a base atuarial indispensável à precificação do crédito, fazendo com que a racionalidade do cálculo de risco seja suplantada pela imprevisibilidade jurisdicional.

A transmutação do risco em incerteza consuma-se, portanto, através da ruptura da neutralidade patrimonial do processo. À luz da *Creditors' Bargain Theory* de Thomas Jackson, a racionalidade econômica do sistema concursal reside estritamente na resolução do problema dos recursos comuns (*common pool problem*²⁰⁶) para a maximização do valor dos ativos, sendo vedada a alteração da substância dos direitos materiais preexistentes (*non-bankruptcy entitlements*) como forma de política distributiva²⁰⁷. A incerteza knightiana instala-se no sistema

natureza generalista e orientada a demandas de curto prazo, raramente seleciona. O resultado frequente é a produção de textos normativos repletos de antinomias, conceitos indeterminados, falhas lógicas ou remissões a leis complementares futuras que jamais são editadas, transferindo compulsoriamente ao Judiciário a tarefa de “terminar de legislar” no caso concreto, ampliando exponencialmente a zona de incerteza.

205 Thomas Jackson adverte que o direito falimentar não constitui locus adequado para a implementação de políticas sociais ou redistribuição de renda (como a proteção de empregos a qualquer custo). Para o autor, a alteração dos direitos de propriedade dos credores com base em critérios de equidade material no momento da quebra subverte a função do instituto, que deveria limitar-se a resolver o problema de ação coletiva dos credores. Ao tentar corrigir desigualdades sociais através da decisão falimentar, o Judiciário impõe um tributo oculto ao mercado de crédito, gerando ineficiência alocativa. JACKSON, **The Logic and Limits of Bankruptcy Law**, p. 21–28, 193–195, 210, 214.

206 O *Common Pool Problem* (Problema dos Recursos Comuns) transpõe para a insolvência a lógica da Tragédia dos Comuns de Garrett Hardin. No cenário pré-falimentar, a ausência de coordenação gera uma corrida onde credores individuais buscam expropriar ativos isolados (*first-come, first-served*) para satisfação própria, desmantelando a empresa e destruindo seu valor de *going concern* (ou valor da empresa em funcionamento). Para Jackson, a falência soluciona essa falha de mercado mimetizando um *Creditors' Bargain* hipotético: um acordo *ex ante* onde credores racionais renunciariam à execução individual em troca de um processo coletivo obrigatório capaz de maximizar o acervo patrimonial. Crucialmente, esse processo serve apenas para exigir direitos de propriedade preexistentes, jamais para redistribuir riqueza ou criar novos direitos substantivos que não existiriam fora do processo. *Ibid.*, p. 10–17, 21–22.

207 Jackson atribui ao direito recuperacional e falimentar uma natureza exclusivamente processual, limitando sua função à execução coletiva de direitos

brasileiro precisamente em virtude da violação desse preceito: ao relativizar a eficácia das garantias reais²⁰⁸, a prática forense converte o processo em um mecanismo de arbitragem negativa, onde o valor do crédito deixa de refletir os fundamentos econômicos do negócio para depender da volatilidade da intervenção estatal.

A distinção é crucial porque a reação do agente econômico é diametralmente oposta em cada cenário. Diante do aumento do risco, o agente ajusta o preço (ex.: bancos aumentam os juros²⁰⁹, fornecedores aumentam o preço a fim de cobrir a margem de risco). Em cenários de incerteza institucional, o ajuste via taxas de juros torna-se ineficiente, compelindo o agente financeiro a restringir o volume de crédito ofertado como mecanismo de defesa patrimonial²¹⁰. O capital simplesmente foge, pois não há taxa de juros capaz de compensar a ausência de regras do jogo.

A retração do investimento produtivo apresenta-se, assim, como o reflexo racional de um ambiente onde a previsibilidade contratual cede espaço à volatilidade hermenêutica. Quando a jurisdição, vocacionada à estabilização de expectativas, passa a operar como vetor de surpresa, o cálculo econômico torna-se inviável. Resta examinar como essa instabilidade, ao converter a decisão judicial em variável

preexistentes. A utilização do instituto para fins redistributivos é descrita pelo autor como uma distorção incompatível com a lógica do sistema: “*Using bankruptcy law to redistribute assets from secured creditors to others [...] is at war with the goal of the creditors’ bargain. [...] Bankruptcy is a procedural device, a mechanism for enforcing pre-existing rights, not a source of substantive rights*”. *Ibid.*, p. 21–22, 128 e 223–224.

208 Essa erosão é evidenciada pela jurisprudência que relativiza a trava bancária e estende o stay period indefinidamente. Vide: STJ, AgInt no CC 156.467/MT (Essencialidade do Bem) e REsp 1.587.559/PR (Prorrogação do stay). O impacto dessa insegurança na precificação do crédito é confirmado empiricamente em: LUZ, Guilherme Gomes, **Decompondo o Spread Bancário: uma Abordagem Estrutural**, Rio de Janeiro: PUC-Rio/Ambima, 2023.

209 Vide: OREIRO, José Luís Da Costa *et al*, Determinantes Macroeconômicos do Spread Bancário no Brasil: Teoria e Evidência recente, **Economia Aplicada**, v. 10, n. 4, p. 609–634, 2006.

210 A ineficácia da taxa de juros como mecanismo de equilíbrio em cenários de assimetria informacional aguda leva ao fenômeno do racionamento de crédito. Vide: STIGLITZ, Joseph; WEISS, Andrew, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, **American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393–410, 1981.

estocástica, fragiliza a segurança jurídica e impõe custos sistêmicos ao mercado de crédito.

2.2 ATIVISMO JUDICIAL E INSTABILIDADE DECISÓRIA COMO FONTES DE INCERTEZA

A Lei nº 11.101/2005 foi desenhada pelo legislador sob a premissa de racionalidade econômica, visando oferecer previsibilidade ao rito de soerguimento e maximizar o valor dos ativos. Contudo, observa-se na praxis brasileira o fenômeno do ativismo judicial, no qual magistrados, motivados por uma leitura hipertrofiada da “função social da empresa”, afastam a aplicação de regras cogentes para garantir a sobrevivência da atividade a qualquer custo no caso concreto. Essa postura encontra respaldo inicial na decisão do STF na ADI 3.934, que validou a recuperação judicial sob a ótica do princípio da preservação²¹¹, criando, inadvertidamente, um salvo-conduto hermenêutico para o voluntarismo nas instâncias inferiores. Valendo-se desse precedente, cortes inferiores e o próprio STJ (vide AgRg no CC 129.079/SP) frequentemente invocam o princípio da preservação da empresa para afastar garantias reais expressas²¹².

A primeira manifestação aguda dessa incerteza ocorre na erosão das garantias fiduciárias. Embora o § 3º do art. 49 da LREF expressamente exclua da recuperação os credores titulares de posição de proprietário fiduciário (a chamada “trava bancária”), a jurisprudência consolidou a tese da “essencialidade do bem”. Sob esse pálio, o Judiciário impede a retomada de bens móveis e imóveis dados em garantia, sob o argumento de que sua retirada inviabilizaria a operação da empresa. Decisões do STJ (CC nº 153.473/PR) transformaram a exceção legal em regra de bloqueio, convertendo o credor proprietário, que precificou o risco com base na liquidez do colateral, em refém do processo

211 STF, **Ação Direta de Inconstitucionalidade no 3.934/DF**. Relator: Min. Ricardo Lewandowski. Tribunal Pleno. Julgado em: 27/05/2009.

212 STF, AgRg no Conflito de Competência nº 129.079/SP. Relator: Min. Antonio Carlos Ferreira. Segunda Seção. Julgado em: 11/03/2015.

recuperacional, despido de sua garantia real justamente no momento do *default*²¹³.

A instabilidade transcende a expropriação temporal das garantias e contamina a governança do processo mediante a intervenção na soberania da Assembleia Geral de Credores. Embora a lei estabeleça a assembleia como o *locus* da negociação privada e da democracia patrimonial, o STJ consolidou a doutrina do controle do “voto abusivo” (REsp 1.337.989/SP)²¹⁴. Ao permitir que o magistrado invalide o voto de rejeição de um credor financeiro sob a alegação subjetiva de abuso de direito, o Estado substitui a racionalidade econômica do titular do crédito por uma valoração *ex post* subjetiva. O resultado é a imposição judicial (*cram down*) de perdas não negociadas através de planos com deságios agressivos, o que neutraliza os incentivos econômicos e a previsibilidade da contratação *ex ante*.

A terceira fronteira de incerteza é a dimensão temporal, crítica para o cálculo do Valor Presente Líquido (VPL) dos ativos. O *stay period*, concebido como um “respiro” improrrogável de 180 dias, transmutou-se em uma proteção elástica e indefinida, frequentemente estendida para além do limite legal sob a justificativa da preservação da empresa. A distorção tornou-se tão aguda que o próprio Superior Tribunal de Justiça, ao julgar o REsp 1.626.184/MT, reconheceu que essa prática concede um “benefício desmedido à recuperanda” e “distorce por completo o modo como o processo recuperacional foi projetado”,

213 O STJ firmou a tese de que compete ao Juízo da Recuperação Judicial avaliar a essencialidade do bem de capital, ainda que gravado por alienação fiduciária, impedindo a consolidação da propriedade garantida. Vide: STJ, CC nº 153.473/PR. Relator p/ Acórdão: Min. Luis Felipe Salomão. Segunda Seção. Julgado em: 09/05/2018 (DJe 26/06/2018).

214 Através deste precedente o STJ admitiu a flexibilização dos requisitos objetivos e cumulativos do *cram down* (art. 58, § 1º, da LREF). A Corte entendeu que, para evitar o “abuso de direito de voto” de um credor majoritário, o magistrado deve agir com “sensibilidade”, podendo impor a aprovação do plano mesmo sem o atingimento do quórum legal (mais de 1/3 do quórum numérico), sob a justificativa de impedir que “posições individualistas” se sobreponham à preservação da empresa. Trata-se da substituição da métrica legal de governança pela valoração judicial de conveniência. Vide: STJ, REsp nº 1.337.989/SP. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Quarta Turma. Julgado em: 08/05/2018 (DJe 04/06/2018).

transformando a proteção legal em mecanismo de esvaziamento das garantias proprietárias²¹⁵. Essa flexibilização converte um prazo legal peremptório em um *standard* judicial discricionário, o que inviabiliza a estimativa do tempo de recuperação do capital e consome o valor real do crédito mediante a corrosão inflacionária e o custo de oportunidade.

Expandindo o raio de incerteza para além das regras processuais, a inovação pretoriana atinge a própria autonomia da pessoa jurídica através da Consolidação Substancial²¹⁶. Antes mesmo de sua positivação pela Lei nº 14.112/2020, o mercado viu o nascimento desse instituto na macro-recuperação do Grupo Oi²¹⁷. Naquele caso, sob a justificativa da “interconexão empresarial”, admitiu-se a apresentação de um plano unitário para diversas sociedades distintas, ignorando a segregação patrimonial (*asset partitioning*) que fundamenta o direito societário. Na prática, essa manobra permitiu a comunhão forçada de riscos e resultados, possibilitando que o fluxo de caixa de controladas operacionais solventes fosse capturado para amortizar o passivo de *holdings* financeiras insolventes. O Superior Tribunal de Justiça, longe de conter essa inovação, passou a regulamentá-la, estabelecendo “regras de votação” para essa fusão patrimonial de fato (REsp 1.626.184/MT)²¹⁸. Ao permitir que credores de empresas diferentes

215 No referido julgado, a Terceira Turma do STJ buscou conter a prorrogação automática do *stay period* após a Lei nº 14.112/2020, consignando que a extensão indefinida sem a anuência dos credores não pode subsistir, sob o risco de gerar “manifesta iniquidade”. O acórdão admite que a retenção de bens essenciais sem contrapartida financeira para o credor proprietário subverte a lógica do sistema de insolvência. Vide: STJ, REsp nº 1.991.103/MT. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Terceira Turma. Julgado em: 11/04/2023 (DJe 13/04/2023)

216 O conceito foi originado por precedente da Suprema Corte dos EUA em *Sampsell v. Imperial Paper & Color Corp.* (1941). Na sua gênese, o instituto operava como um remédio de *Equity* focado no combate a fraudes e desvios patrimoniais. Vide: ESTADOS UNIDOS. Supreme Court. *Sampsell v. Imperial Paper & Color Corp.* 313 U.S. 215. Relator: Justice William O. Douglas. Washington, D.C., 28 de abril de 1941.

217 Vide: RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (7ª Vara Empresarial). Processo de Recuperação Judicial nº 0203711-65.2016.8.19.0001. Requerente: Oi S.A. e outros. Juiz: Fernando Cesar Ferreira Viana. Rio de Janeiro: TJRJ, 2016.

218 Diante do vácuo legislativo, o STJ não apenas convalidou a figura atípica do “plano unitário”, mas arrogou-se a função de legislador processual ao criar normas específicas de governança para o instituto. A Corte fixou a premissa de que a unificação dos planos

deliberem em uma única massa, o Judiciário subverteu a lógica de risco *ex ante*, na qual o crédito é precificado com base no balanço individual da entidade tomadora, e não na “saúde consolidada” de um grupo econômico.

O dismantelamento da racionalidade econômica culmina na ruptura do princípio da *par condicio creditorum*, que constitui o eixo fundamental do sistema concursal. Sob o pretexto de fomentar a continuidade da atividade, o julgamento do REsp 1.634.844/SP pelo STJ validou a criação de “subclasses” de credores, um instituto até então estranho ao direito positivo brasileiro. Essa inovação permitiu o tratamento diferenciado dentro da mesma categoria, autorizando o devedor a eleger “credores estratégicos” (geralmente fornecedores essenciais) para receberem pagamentos integrais, enquanto impõe deságios severos aos credores financeiros da mesma classe²¹⁹. Essa discriminação judicializada converte o processo em um jogo político de “escolha de vencedores”, no qual o risco de crédito deixa de ser regido pela natureza do título e passa a depender da utilidade momentânea do credor para a operação da recuperanda.

Esse conjunto de práticas judiciais incorre no clássico problema da Inconsistência Temporal, descrito por Kydland e Prescott: a decisão discricionária que parece “socialmente ótima” no *ex post* (salvar a empresa hoje anulando a garantia ou o voto do banco) destrói a credibilidade do compromisso assumido *ex ante*, erodindo

acarreta a fusão da massa deliberativa, vedando a contagem dúplice de votos para credores com títulos contra ambas as recuperandas. Na prática, o Tribunal reescreveu o sistema de quóruns do art. 45 da LREF para adaptá-lo a uma realidade fática (a fusão patrimonial) que a lei não previa. Vide: STJ, REsp nº 1.626.184/MT. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 01/09/2020 (DJe 04/09/2020).

219 A decisão apoiou-se em uma hermenêutica extensiva do art. 45 da Lei nº 11.101/2005, que menciona “propostas distintas”, para introduzir o conceito de isonomia material em detrimento da igualdade formal. O Tribunal buscou diferenciar a criação lícita de subclasses (baseada na função econômica do crédito, como o “fornecedor parceiro”) da manipulação abusiva de quórum (o *gerrymandering* norte-americano). Contudo, ao validar a discriminação por “critério comercial”, a Corte abriu precedente para que a viabilidade econômica da devedora se sobreponha à paridade legal, transformando a classe quirografária em um grupo heterogêneo sujeito à discricionariedade do plano. Vide: STJ, REsp nº 1.634.844/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 12/03/2019 (DJe 15/03/2019).

a força normativa dos contratos futuros. Do ponto de vista da Análise Econômica do Direito, o juiz que flexibiliza a regra posta para atender a uma finalidade social imediata atua como fonte geradora de incerteza sistêmica, sinalizando ao mercado que os direitos de propriedade são revogáveis a qualquer momento por imposição jurisdicional²²⁰.

O desfecho desse arranjo institucional, diagnosticado por Arida, Bacha e Lara-Resende sob a alcunha de Incerteza Jurisdicional, é a socialização compulsória do risco. Diante da baixa qualidade do *enforcement*, a garantia real perde sua função econômica de redutora de spread, deixando de atuar como alavanca para o crédito barato. O ativo imobilizado, que deveria servir de lastro, torna-se capital morto. A consequência inevitável é a precificação dessa insegurança nas taxas de juros, impondo a todo o setor produtivo um custo de capital proibitivo²²¹.

Concretiza-se, assim, o efeito reverso alertado por Easterbrook e Fischel²²²: na tentativa míope de salvar empresas inviáveis através

220 Os Autores demonstram que políticas discricionárias, desenhadas para serem ótimas em cada instante do tempo, tornam-se temporalmente inconsistentes devido à racionalidade dos agentes. Se a autoridade (o julgador) retém a discricionariedade para desviar da regra estrita visando maximizar o bem-estar social no curto prazo (*ex post efficiency*), os agentes privados antecipam esse desvio e alteram seu comportamento presente (*ex ante*). No direito concursal, a expectativa racional de que o Judiciário relativizará garantias para evitar a quebra da empresa no momento da crise leva os credores a restringirem a oferta de crédito na origem, resultando em um equilíbrio de Pareto inferior ao que seria obtido sob um regime de regras imutáveis (*commitment*). Vide: KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C., Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473–492, 1977.

221 Os autores identificam que, no Brasil, o prêmio de risco embutido nas taxas de juros não reflete apenas a probabilidade de inadimplência do devedor (risco comercial), mas a probabilidade de o Estado impedir a execução do contrato (risco jurisdicional). A Incerteza Jurisdicional atua como um imposto invisível sobre o crédito: ao tornar as garantias inalcançáveis (“*anti-colateral*”), o Judiciário obriga os bancos a cobrarem de todos os bons pagadores o prejuízo potencial gerado pela impossibilidade de recuperação do crédito dos maus pagadores. Vide: ARIDA, Pêrsio; BACHA, Edmar; LARA RESENDE, André, Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil, in: GOLDFAJN, Ilan; GIAVAZZI, Francesco; HERRERA AGUILERA, Santiago (Orgs.), **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003**, Cambridge, MA: MIT Press, 2005, p. 265–293.

222 EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R., **The Economic Structure of Corporate Law**, 1. Harvard Univ. Press paperback ed. 1996, digitally repr. Cambridge,

da flexibilização de garantias, o Judiciário condena as companhias saudáveis ao racionamento de crédito e à asfixia financeira, isolando o Brasil em um patamar de *spread* bancário discrepante da média global²²³. O diagnóstico da patologia jurídica, contudo, seria incompleto sem a mensuração de seus danos ao tecido produtivo. Uma vez que a instabilidade das regras transcende o debate hermenêutico e converte-se em entrave estrutural ao desenvolvimento, uma análise detida de suas consequências econômicas faz-se indispensável.

3. CONSEQUÊNCIAS ECONÔMICAS DA INSEGURANÇA JURÍDICA

A insegurança jurisdicional diagnosticada nas seções anteriores atua como um corrosivo da matriz institucional que sustenta o mercado de crédito. Sob a ótica da Nova Economia Institucional, o Poder Judiciário é o garantidor último das regras do jogo²²⁴. Contudo, a análise do impacto macroeconômico dessa atuação exige o recurso aos microfundamentos da economia da insolvência, partindo do reconhecimento de que os indicadores agregados de crédito resultam das decisões individuais de agentes racionais que ajustam suas expectativas de retorno face à volatilidade do ambiente legal²²⁵. Sob este

Mass.: Harvard Univ. Press, 1991.

223 O resultado prático desse arranjo institucional é o isolamento do Brasil no cenário global: conforme dados do Banco Mundial compilados por Luz, o *spread* bancário brasileiro chega a ser cinco vezes superior à média da Mundial e da América Latina (32,21% contra média mundial de 5,78% e 6,55% para América Latina)], evidenciando que a ineficiência na recuperação do crédito impõe um “Custo Brasil” proibitivo ao setor produtivo. LUZ, **Decompondo o Spread Bancário: uma Abordagem Estrutural**.

224 Sob o prisma da Nova Economia Institucional, a eficácia do cumprimento coercitivo dos contratos constitui o determinante central da especialização e da escala das trocas. Douglass North assevera que “*the inability of societies to develop effective, low-cost enforcement of contracts is the most important source of both historical stagnation and contemporary underdevelopment*”, sendo o enforcement o obstáculo crítico para o aumento da divisão do trabalho. Para o autor, a atuação do Estado como terceira parte é indispensável para viabilizar as transações impessoais que as restrições informais não conseguem sustentar. NORTH, **Institutions**, p. 33–35, 54.

225 Robert Lucas Jr. assevera que a estrutura dos modelos econômicos reside nas regras de decisão ótimas dos agentes e que tais diretrizes variam sistematicamente em face de alterações no ambiente relevante para o decisor. Por conseguinte,

prisma, o magistrado deixa de ser compreendido como um aplicador neutro para ser lido como um agente cujas decisões, afetadas por inclinações protetivas assistemáticas no caso concreto, inserem uma variável estocástica no cálculo de retorno do credor²²⁶. A literatura demonstra que este incremento na incerteza legal, manifestado tanto pela volatilidade das instâncias inferiores quanto pela mutabilidade dos tribunais superiores, desarticula o mecanismo de transmissão de crédito e resulta em racionamento de oferta e majoração do *spread*²²⁷.

parâmetros aparentemente estáveis em séries históricas, a exemplo do *spread* ou do volume de crédito, não são invariantes e sofrem modificações imediatas sempre que o padrão decisório do Judiciário na recuperação judicial é alterado. No domínio dos microfundamentos, Kevin Hoover reforça que a análise macroeconômica deve ser compreendida como o desfecho de problemas de otimização formulados por indivíduos que reagem a incentivos e restrições dinâmicas, em oposição à adoção de regras de bolso estáticas. Sob essa ótica, a volatilidade jurisdicional configura uma alteração estrutural nas restrições de mercado que compele o credor racional a recalibrar sua regra de decisão *ex-ante* com o intuito de mitigar perdas sistemáticas. LUCAS E., Robert Jr., *Econometric Policy Evaluation: A Critique*, in: BRUNNER, K.; MELTZER, A. (Orgs.), **The Phillips Curve and Labor Markets.**, New York: North-Holland, 1976, v. 1, p. 258; HOOVER, Kevin D., *Microfoundational Programs*, in: DUARTE, Pedro Garcia; LIMA, Gilberto Tadeu (Orgs.), **Microfoundations Reconsidered: the Relationship of Micro and Macroeconomics in Historical Perspective**, Cheltenham, U.K: Edward Elgar, 2012, p. 19–20.

226 Gennaioli e Rossi endogenizam o risco jurisdicional ao modelarem o magistrado como um agente econômico cujas decisões resultam de uma função de utilidade que pondera o viés ideológico e os incentivos de carreira derivados da atração de processos. Na Seção 2 da obra, os autores demonstram que a faculdade de escolha do foro pelo devedor (o *forum shopping*, pelo qual grupos econômicos com atuação nacional estruturam múltiplos centros de decisão, escolhendo ajuizar a demanda na comarca onde o entendimento judicial é percebido como mais favorável aos interesses do devedor) induz uma competição interjurisdicional por casos, resultando em um equilíbrio de “corrida para o fundo” (*race to the bottom*) no qual magistrados sinalizam leniência excessiva para capturar o ajuizamento da demanda. Essa dinâmica transmuta a jurisdição em um risco sistemático antecipado pelo mercado: a Proposição 2 e os dados da Seção 3 comprovam que a rigidez da proteção legal ao credor (parâmetro α) é o instrumento essencial para disciplinar os incentivos judiciais *ex-ante* e prevenir a reorganização ineficiente de empresas economicamente inviáveis. GENNAIOLI, Nicola; ROSSI, Stefano, *Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy*, **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 11, p. 4078–4114, 2010, p. 4088, 4091–4092.

227 A evidência empírica ratifica o nexo de causalidade entre a incerteza legal e a contração do mercado de crédito. Lee, Schoenherr e Starmans (2026) demonstram que o incremento na dispersão das expectativas sobre a prestação jurisdicional reduz o volume de capital ofertado às firmas. As estimativas da Tabela 7 (p. 59) indicam que a incerteza de atribuição (σ) exerce impacto negativo e estatisticamente significativo sobre o endividamento corporativo ($\log_{i,b}$), confirmando que a imprevisibilidade do

A volatilidade do ambiente legal altera a função de custo do capital na medida em que a possibilidade de anulação ex post de garantias reais obriga o agente financeiro a incorporar uma probabilidade de inadimplência institucional ao cálculo de valor presente. Este fenômeno caracteriza o problema de inconsistência temporal, no qual a busca por uma pretensa eficiência imediata na preservação da atividade econômica inviabiliza a eficácia do compromisso contratual pactuado na origem²²⁸. Segundo Benito Arruñada, a expansão do mercado de crédito pressupõe a transição de trocas personalizadas para trocas impessoais fundamentadas na segurança das transações²²⁹. A garantia da oponibilidade de direitos reduz os custos de verificação e monitoramento, de modo que sua fragilização jurisdicional transmuta o ativo garantidor em capital morto.

Quando magistrados tornam incerta a execução de garantias reais e imprevisível o desfecho da insolvência, eles emitem um sinal deletério ao mercado: o de que os contratos não são autoexecutáveis no Brasil²³⁰. Essa quebra da previsibilidade institucional eleva exponencialmente os custos de transação, pois obriga os agentes econômicos a despenderem recursos excessivos apenas para

juízo contrai a oferta de equilíbrio (vide prova formal na Proposição 1, Apêndice A, p. 67). LEE, Jiwon; SCHOENHERR, David; STARMANS, Jan, **The Economics of Legal Uncertainty**, Brussels: European Corporate Governance Institute, 2026.

228 KYDLAND; PRESCOTT, Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, p. 473-474, 477.

229 Sob a perspectiva institucional de Benito Arruñada, o desenvolvimento financeiro pressupõe a transição de trocas personalizadas para trocas impessoais (impersonal exchange), que dependem crucialmente da eficácia de direitos oponíveis a terceiros (in rem). Quando o judiciário fragiliza essa oponibilidade, ele eleva os custos de verificação e impede que o ativo sirva como colateral líquido, bloqueando a especialização e a profundidade do mercado. ARRUÑADA, Benito, **Institutional foundations of Impersonal Exchange: Theory and Policy of Contractual Registries**, Chicago: The University of Chicago press, 2012, p. 35-40.

230 Os autores diagnosticam como a ascensão de um “ativismo principiológico” desvinculado de análise consequencialista torna as decisões judiciais imprevisíveis, elevando o Risco-País. PARGENDLER; SALAMA, Direito e Consequência no Brasil.

monitorar e mitigar o risco de expropriação judicial de seus direitos de propriedade²³¹.

Diante dessa ruptura da estabilidade contratual, o mercado reage com uma adaptação defensiva. O agente financeiro, ao perceber que a garantia fiduciária pode ser relativizada ou que o plano de recuperação pode ser operacionalizado para impor deságios confiscatórios, deixa de enxergar o colateral como um redutor de risco²³². A consequência imediata é a precificação dessa incerteza. O risco legal transforma-se em um “imposto implícito” sobre a atividade financeira, que é integralmente repassado ao tomador final²³³. A racionalidade econômica é a seguinte: se a probabilidade de recuperação do crédito diminui e o tempo para reavê-lo aumenta (devido ao *stay period* prorrogado), o prêmio de risco exigido para compensar a operação deve subir proporcionalmente para manter o equilíbrio financeiro da carteira.

O resultado desse arranjo é uma tragédia de custos sociais difusos²³⁴. Ao proteger o devedor inadimplente no caso concreto, salvando a empresa a qualquer custo, o Judiciário gera uma

231 A elevação dos custos de monitoramento como resposta ao oportunismo é a base da Transaction Cost Economics de Williamson. WILLIAMSON, **The Economic Institutions of Capitalism**, p. 20-22; No Brasil, Armando Castelar Pinheiro demonstra empiricamente que a imprevisibilidade judicial funciona como um tributo sobre a produção, forçando as empresas a desviarem recursos produtivos para a gestão de riscos legais. Segundo o autor, a ineficiência do Judiciário reduz o investimento agregado ao elevar a incerteza sobre a apropriação dos retornos. Vide: CASTELAR, Armando, **Judiciário E Economia No Brasil**, Rio de Janeiro: Centro Edelstein De Pesquisas Sociais, 2009.

232 SALAMA, Bruno Meyerhof, Spread bancário e Enforcement Contratual: Hipótese de Causalidade Reversa e Evidência Empírica, **Revista Brasileira de Economia**, v. 71, n. 1, 2017, p. 275-280.

233 PINHEIRO, Armando Castelar, IV – O Componente Judicial dos Spreads Bancários, in: **Economia Bancária e Crédito – Avaliação de 4 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário**, Brasília: Banco Central do Brasil, 2004, p. 36.

234 A análise dos custos sociais e a demonstração de que o arranjo legal determina a eficiência econômica em um ambiente de custos de transação positivos é a tese central de Ronald Coase. Coase refutou a tradição pigouviana de apenas taxar externalidades, demonstrando que a definição clara de direitos de propriedade pelo sistema jurídico é o mecanismo primário para minimizar o custo social total. COASE, *The Problem of Social Cost*, p. 27.

externalidade negativa que se propaga por toda a cadeia produtiva. O benefício é concentrado no devedor ineficiente, que ganha sobrevida artificial, enquanto o custo é socializado com todos os bons pagadores, que enfrentam crédito escasso e caro²³⁵. Cria-se, assim, um equilíbrio subótimo onde a ineficiência é subsidiada pela eficiência, manifestando-se em três dimensões macroeconômicas deletérias que analisaremos a seguir: a elevação estrutural do *spread* bancário, o racionamento da oferta de crédito via seleção adversa e a atrofia do mercado de capitais como fonte de financiamento de longo prazo.

3.1 IMPACTO NO SPREAD BANCÁRIO E NA OFERTA DE CRÉDITO

A materialização contábil da insegurança jurídica brasileira reflete-se, de forma inequívoca, na composição do *spread* bancário. A decomposição do Indicador de Custo do Crédito (ICC) do Banco Central demonstra que a inadimplência e o custo de recuperação das garantias constituem as variáveis preponderantes na formação da taxa de juros, em contraposição à tese que atribui o custo do crédito exclusivamente à margem de lucro das instituições financeiras²³⁶. A

235 O fenômeno descrito é o subsídio cruzado gerado pela seleção adversa. Internacionalmente, Joseph Stiglitz e Andrew Weiss demonstraram que, quando os credores não conseguem distinguir perfeitamente os riscos ou executar contratos (devido a falhas informacionais ou institucionais), o mecanismo de equilíbrio não é apenas o aumento dos juros, mas o racionamento de crédito, excluindo do mercado os tomadores de baixo risco. Vide: STIGLITZ; WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*; No Brasil, Rachel Sztajn alerta que a preservação da empresa a qualquer custo opera como uma transferência de renda injustificada, onde a coletividade paga a conta da ineficiência privada sob o manto da “função social”. Vide: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel, **Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**, 6ª. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 78–85.

236 A decomposição do ICC nos Relatórios de Economia Bancária (REB) do Banco Central (2003-2023) demonstra a rigidez estrutural dos custos de inadimplência e administrativos: (i) 2003: No marco inicial da nossa série, o regulador já identificava a “cunha fiscal e o risco da inadimplência” como componentes de custo superiores à margem líquida bancária. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária e Crédito – 2003: Avaliação de 4 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário**, Brasília: Banco Central do Brasil, 2004, p. 17; (ii) 2008: Sob o impacto da crise global, a decomposição apontou a inadimplência como o vetor de pressão altista, impedindo a queda do *spread*. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária e Crédito – 2008**, Brasília: BCB, 2008, p. 19; (iii) 2011: Mesmo em cenário de pleno emprego,

variável determinante nesse cálculo, a *Loss Given Default* (Perda por Inadimplimento), converte a ineficiência processual em prêmio de risco, visto que a morosidade na execução de garantias²³⁷ e a validação judicial de deságios agressivos²³⁸ sinalizam ao credor uma recuperação de capital invariavelmente parcial e tardia²³⁹. Em resposta, o agente

os custos administrativos e de inadimplência mantiveram-se elevados, limitando a redução do custo final ao tomador. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária e Crédito - 2011**, Brasília: BCB, 2011, cap. 1; (iv) 2017: No pós-recessão, a inadimplência respondeu por 37,4% da composição do spread do ICC, enquanto a margem financeira representou apenas 14,9%, evidenciando o peso desproporcional do risco de crédito. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária - 2017**, Brasília: BCB, 2017, cap. 2; (v) 2019: Com a Selic na mínima histórica, a estrutura de custos permaneceu rígida: a inadimplência (30,9%) e as despesas administrativas continuaram a superar a margem financeira (21,5%), demonstrando a ineficácia da política monetária isolada para reduzir o spread sem correção institucional. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária - 2019**, Brasília: BCB, 2019, cap. 2; (vi) 2023: O relatório mais recente reafirma o padrão, com a inadimplência (35,7%) consolidada como o principal componente do custo, em detrimento da margem financeira (12,46%), que sofreu retração. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária - 2023**, Brasília: BCB, 2023, cap. 2; A tese de que o spread bancário brasileiro decorre preponderantemente de falhas institucionais e do risco (e não de mero poder de monopólio) é corroborada pela literatura econométrica. Em estudo utilizando o Método dos Momentos Generalizados (GMM) em um painel de 142 instituições, Afanasieff, Lhacer e Nakane demonstraram que as variáveis de risco da taxa de juros e custos administrativos possuem significância estatística superior às variáveis de estrutura de mercado na determinação do spread. Os autores concluem que a instabilidade do ambiente econômico-institucional é o fator preponderante para a manutenção das taxas elevadas. Vide: AFANASIEFF, Tarsila Segalla; LHACER, Priscilla Maria Villa, **The Determinants of Bank Interest Spread in Brazil**, Brasília: BCB, 2002, p. 13, 17.

237 Segundo o Banco Mundial, a ineficiência do sistema falimentar brasileiro resulta em uma taxa de recuperação de crédito de apenas 18,2 centavos por dólar e um tempo médio de trâmite de 4 anos, indicadores que situam o país muito abaixo da média da OCDE (onde a recuperação supera 70%). WORLD BANK, **Doing Business 2020: Economy Profile of Brazil**, Washington, DC: World Bank, 2020, p. 4.

238 O estudo de Mattos e Proença aponta que mais de 72% dos planos preveem redução nominal da dívida. Embora o Judiciário intervenha em casos extremos (anulando deságios superiores a 70%), a regra é a homologação de perdas significativas. Vide: MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 175. apud PORTO GARCIA, Rodrigo Saraiva, O Credit Bidding e a Venda de Ativos na Recuperação Judicial, in: PATELLA, Laura Amaral; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel (Orgs.), **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**, Belo Horizonte: Expert Editora, 2022, p. 424 e 447.

239 Dados da Associação Brasileira de Jurimetria indicam que o tempo mediano apenas para a realização da Assembleia Geral de Credores supera um ano (384

financeiro antecipa matematicamente essa perda no momento da concessão, diluindo o custo da insegurança jurídica no preço cobrado de toda a base de tomadores solventes.

O fenômeno agrava-se pela degradação da função econômica do colateral. Em sistemas financeiros desenvolvidos, a garantia real atua como um substituto da informação, permitindo que empresas menores ou mais arriscadas acessem crédito barato ao oferecerem lastro patrimonial seguro²⁴⁰.

Essa ineficácia estrutural das garantias produz uma externalidade ainda mais nociva: a concentração bancária induzida. Ao transformar a recuperação de crédito em uma atividade intensiva em capital jurídico e paciência financeira (com prazo médio de quatro anos para desfecho), o sistema legal erige uma barreira de entrada intransponível para credores de menor porte. Instituições financeiras menores e *fintechs*, incapazes de diluir os custos fixos de um contencioso complexo ou de suportar o provisionamento de longo prazo exigido pelo regulador, são forçadas a restringir sua atuação. O resultado é um oligopólio de crédito onde os grandes conglomerados, únicos capazes de precificar e absorver a ineficiência judicial, dominam a oferta, perpetuando o ciclo de *spreads* elevados pela falta de pressão competitiva real.

dias em SP), e os planos aprovados impõem, em média, deságios de 40% a 60% aos credores quirografários. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA, **Observatório da Insolvência - São Paulo, Fase 2**, São Paulo: [s.n.], 2019, p. 33, 46.

240 Helmut Bester demonstrou que, em um ambiente institucional eficiente, a oferta de garantia funciona como um dispositivo de *screening*, permitindo que devedores de baixo risco sinalizem sua qualidade e acessem juros menores, evitando o racionamento de crédito previsto por Stiglitz e Weiss. Alan Schwartz complementa, sob a ótica da Análise Econômica do Direito, que a garantia real reduz os custos de monitoramento do credor, atuando como um substituto funcional da investigação de crédito exaustiva. Vide: BESTER, Helmut, Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information, **The American Economic Review**, v. 75, n. 4, p. 850-855, 1985, p. 850-852 e ; SCHWARTZ, Alan, Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories, **The Journal of Legal Studies**, v. 10, n. 1, p. 1-37, 1981, p. 9-11.

3.2 A ATROFIA DO MERCADO DE CAPITALIS E A DEPENDÊNCIA DO CRÉDITO BANCÁRIO

Enquanto o sistema bancário reage à insegurança jurídica mediante a elevação do preço do capital, o mercado de capitais opera a retração da oferta, caracterizando um fenômeno de *credit crunch* institucional²⁴¹. A ineficiência do *enforcement* judicial cria uma distorção severa na estrutura de capital das empresas brasileiras, gerando uma dependência crônica do financiamento bancário de curto prazo em detrimento da emissão de dívida corporativa privada de longo prazo (*bonds* e debêntures)²⁴², instrumento vital para o financiamento da infraestrutura e da indústria em economias desenvolvidas.

A raiz dessa atrofia reside na profunda assimetria de armas jurídicas entre as classes de credores. Diferentemente dos bancos que, conforme discutido, ainda conseguem mitigar parte do risco jurídico através da exigência de garantias fiduciárias (a trava bancária) e do monitoramento intensivo, o investidor do mercado de capitais encontra-se em um vácuo de proteção institucional. Frequentemente classificado como credor quirografário, o detentor de títulos de dívida corporativa não possui a proteção da propriedade fiduciária e fica à mercê da soberania da assembleia geral de credores, diluído pela pulverização. Na prática forense, isso se traduz na imposição de planos de recuperação com deságios agressivos, carências estendidas e conversão compulsória de dívida em *equity* de valor duvidoso.

A iminência de reconfiguração ou aniquilação dos direitos creditórios por decisões que privilegiam a preservação da empresa induz o investidor racional à aversão ao risco. O prêmio de risco exigido para comprar uma debênture de empresa sem classificação *triple-A*

241 Vide a análise empírica sobre a causalidade entre *enforcement* e custo do crédito em: SALAMA, Spread bancário e *enforcement* contratual, p. 122 e 128.

242 Sobre a atrofia relativa do mercado de dívida corporativa brasileiro frente a economias emergentes, vide: ROCCA, Carlos Antonio, **Financiamento do Investimento no Brasil e o Papel do Mercado de Capitais**, São Paulo: IEDI, 2018, p. 28-30.

torna-se proibitivo, inviabilizando a emissão para a vasta maioria das companhias produtivas nacionais²⁴³.

O resultado macroeconômico é a perpetuação da dependência bancária. Sem a disciplina e a profundidade de um mercado de capitais funcional para oferecer financiamento de longo prazo, as empresas permanecem reféns do capital de giro bancário, caro e volátil. A insegurança jurídica, portanto, não apenas encarece a dívida, mas veta o acesso da economia real a fontes de financiamento mais sofisticadas, condenando o parque produtivo brasileiro a operar permanentemente aquém de sua fronteira de possibilidades de investimento.

4. PREVISIBILIDADE E RIGOR DOGMÁTICO NA LEI 11.101/2005

Superado o diagnóstico das externalidades negativas geradas pela instabilidade institucional, impõe-se a análise da solução normativa. A eficiência do sistema recuperacional brasileiro reside fundamentalmente em um realinhamento hermenêutico que privilegie a previsibilidade e a incolumidade contratual, dispensando reformas legislativas em favor de uma aplicação rigorosa da norma vigente. Sob a ótica da Análise Econômica do Direito, a dogmática jurídica não deve ser interpretada como um fim em si mesmo ou um formalismo estéril, mas como uma tecnologia social indispensável para a redução de custos de transação.

Um sistema funcional deve operar como um mecanismo crível de partilha de perdas, onde as regras do jogo definidas *ex-ante* sejam rigorosamente observadas *ex-post*. A tentativa de realizar justiça distributiva no caso concreto mediante a flexibilização de direitos de propriedade, embora motivada por uma ótica humanitária imediata, gera um efeito sistêmico devastador ao sinalizar a mutabilidade dos contratos conforme a conveniência social. A segurança jurídica torna-se, assim, o ativo econômico mais valioso do processo de

243 SALAMA, Spread bancário e enforcement contratual, p. 111-112.

soerguimento, funcionando como a âncora que permite a coordenação de expectativas entre agentes econômicos antagônicos.

4.1 A FUNÇÃO ECONÔMICA DO *ENFORCEMENT* DAS GARANTIAS

A proteção da garantia real e a estrita observância da ordem de preferência de pagamentos constituem o alicerce fundamental da estabilidade do mercado de crédito. Há, contudo, uma tensão permanente na jurisprudência brasileira entre a tutela do crédito e a função social da empresa, frequentemente resolvida em favor da segunda mediante a suspensão de travas bancárias ou a proibição da retirada de bens de capital essenciais. O erro econômico dessa abordagem reside na desconsideração dos efeitos de segunda ordem. O colateral transcende a natureza de ativo físico ao configurar um mecanismo de redução de assimetria informacional. Quando o Judiciário impede a excussão de uma garantia sob o pretexto de não inviabilizar a operação da devedora, ele está, na verdade, expropriando o valor da garantia e transferindo o risco do empreendimento para o credor, sem a correspondente remuneração.

O impacto dessa insegurança é a degradação do instituto da alienação fiduciária e o consequente encarecimento do crédito para todo o mercado. O *enforcement* estrito das garantias cumpre uma função disciplinadora insubstituível ao mitigar o risco moral (*moral hazard*) de gestões temerárias, pois o empresário sabe que perderá o controle dos ativos se falhar, e assegura ao credor a liquidez necessária para continuar financiando a economia. A literatura econômica é uníssona: garantias fortes geram juros baixos e prazos longos²⁴⁴.

244 Na teoria econômica, Robert Barro demonstrou que colaterais executáveis eliminam o prêmio de risco, convergindo a taxa de juros para o nível risk-free. Empiricamente, o estudo fundacional de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny comprovou, em 49 países, que a fraca proteção legal aos credores resulta em mercados de dívida atrofiados. Essa dinâmica foi detalhada por Bae e Goyal, que analisaram 48 mil contratos e concluíram que bancos reagem à insegurança encurtando a maturidade e elevando spreads, achado corroborado pela atualização global de Djankov et al.. BARRO, Robert J., *The Loan Market, Collateral, and Rates of Interest*, *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 8, n. 4, p. 439, 1976, p. 446; LA PORTA,

Ao transformar a garantia real em uma “promessa sujeita a validação judicial de essencialidade”, o sistema legal brasileiro converte crédito garantido em crédito quirografário disfarçado, elevando a Perda por Inadimplemento a patamares proibitivos. A racionalidade econômica impõe que a tutela do crédito seja vista como pressuposto lógico da preservação da empresa sem a certeza da execução, não há crédito; e sem crédito, não há empresa para cumprir função social alguma.

4.2 SEGURANÇA JURÍDICA COMO VETOR DE FOMENTO AO TURNAROUND

A reestruturação de uma companhia em crise é uma corrida contra o tempo que exige, invariavelmente, liquidez imediata. Configura-se um paradoxo institucional quando a necessidade premente de liquidez para a interrupção da drenagem de caixa é confrontada com a aversão ao risco bancário, o que inviabiliza o acesso ao crédito tradicional. A solução de mercado para romper esse travamento é o financiamento DIP (*Debtor-in-Possession Financing*), modalidade na qual novos credores, ou os atuais, aportam “dinheiro novo” na operação, condicionado a uma superprioridade no recebimento em caso de falência.

No entanto, a timidez do mercado de DIP no Brasil não decorre de falta de capital, mas de falta de *enforcement*. A viabilidade desse instrumento depende inteiramente da credibilidade da promessa judicial. Nenhum agente racional, seja um fundo de *distressed assets* ou um banco comercial, aportará recursos novos em uma empresa insolvente se houver o risco probabilístico de que, no futuro, uma decisão judicial rebaixe sua preferência para pagar créditos

Rafael *et al*, Law and Finance, **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113–1155, 1998, p. 1136–1137; BAE, Kee-Hong; GOYAL, Vidhan K, Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans, **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, 1997, p. 823; DJANKOV, Simeon; MCLIESH, Caralee; SHLEIFER, Andrei, **Private Credit in 129 Countries**, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2005, p. 300–301.

trabalhistas ou fiscais, ou que o dinheiro aportado fique “preso” na falência por anos²⁴⁵.

A segurança jurídica configura o gatilho indispensável do *turnaround*, visto que somente a confiança fundamentada no respeito às regras de prioridade absoluta viabiliza a atração de financiadores dispostos a assumir o risco da recuperação. O rigor dogmático na aplicação da Lei 11.101/2005 visa criar o ambiente de confiança necessário para que o mercado privado (e não o Estado) financie a travessia da crise. A verdadeira preservação da empresa ocorre quando o sistema legal oferece garantias robustas o suficiente para que o capital aceite o risco, permitindo que o processo de destruição criativa opere: salvam-se os ativos e a atividade econômica, ainda que, para isso, seja necessário sacrificar a posição acionária dos gestores que conduziram a firma à insolvência.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A investigação conduzida ao longo deste estudo permite confirmar a hipótese inicial: a ineficiência do sistema de insolvência brasileiro não decorre primariamente de lacunas legislativas, mas da fragilidade institucional na aplicação da norma. A modernização trazida pelas Leis nº 11.101/2005 e nº 14.112/2020, embora louvável, esbarra em uma barreira de implementação: o ativismo judicial que, sob o pretexto de realizar justiça distributiva no caso concreto,

245 A escassez de DIP Financing no Brasil não é apenas um problema de liquidez, mas também de desenho institucional. Em estudo empírico, Fabio Caparroz Ferrante demonstra que a “timidez” dos financiadores decorre primariamente da insegurança jurídica na execução das garantias (risco de decisões erráticas) e das regras de provisionamento bancário que penalizam a concessão de crédito a empresas em crise. Cássio Cavalli corrobora esse diagnóstico, afirmando que as normas brasileiras de financiamento falharam no “teste de mercado” por não oferecerem a certeza de enforcement necessária para atrair capital. FERRANTE, Fabio Caparroz, **O financiamento do devedor durante a recuperação judicial sob a ótica da função social da empresa**, Dissertação, IDP, São Paulo, 2022, p. 82; CAVALLI, Cássio, **Brazilian provisions on DIP Financing fail the market test**, Agenda Recuperacional, disponível em: <<https://www.agendarecuperacional.com.br/brazilian-provisions-on-dip-financing-fail-the-market-test/>>. acesso em: 7 jan. 2026.

converte o risco de crédito — passível de precificação — em incerteza knightiana, imponderável e paralisante.

Demonstrou-se que a “incerteza jurisdicional” atua como um tributo implícito sobre o mercado de crédito. Ao relativizar garantias reais e flexibilizar a ordem de pagamentos em nome de uma preservação da empresa a qualquer custo, o Poder Judiciário inadvertidamente destrói a função econômica do colateral. O resultado, comprovado pela análise da composição do *spread* bancário e pela atrofia do mercado de capitais, é um jogo de soma negativa: o crédito torna-se escasso e caro para todos, inviabilizando o financiamento de longo prazo necessário ao desenvolvimento da infraestrutura e da indústria nacional.

Mais grave ainda é o efeito sistêmico da tolerância com a ineficiência. A perpetuação de “empresas zumbis”, mantidas artificialmente no mercado por meio de planos de recuperação que impõem perdas confiscatórias aos credores sem contrapartida de reestruturação real, bloqueia o processo de “destruição criativa”. Ao impedir que ativos e capital humano sejam realocados para agentes mais produtivos, o sistema falimentar, desenhado para ser uma instituição inclusiva de saneamento, degenera-se em um mecanismo extrativo de proteção ao atraso.

Conclui-se, portanto, que a retomada do crescimento econômico sustentável e a democratização do acesso ao crédito dependem de um choque de credibilidade institucional. Isso não demanda novas reformas legislativas, mas uma mudança de postura hermenêutica. A segurança jurídica deve ser encarada não como um valor abstrato, mas como um ativo econômico tangível. O respeito inegociável aos contratos e o rigor dogmático na aplicação da lei de falências constituem a tecnologia social mais eficaz para a redução dos custos de transação. A superação do capitalismo de laços exige a institucionalização da confiança, garantida por um Judiciário que assegure a impessoalidade das trocas e a certeza da execução, pilares de um mercado de crédito maduro.

BIBLIOGRAFIA

ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. **Por Que as Nações Fracassam**. Trad. Cristiana Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

AFANASIEFF, Tarsila Segalla; LHACER, Priscilla Maria Villa. **The Determinants of Bank Interest Spread in Brazil**. Brasília: BCB, 2002.

ARIDA, Pêrsio; BACHA, Edmar; LARA RESENDE, André. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. In: GOLDFAJN, Ilan; GIAVAZZI, Francesco; HERRERA AGUILERA, Santiago (Orgs.). **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003**. Cambridge, MA: MIT Press, 2005, p. 265–293.

ARRUÑADA, Benito. **Institutional foundations of Impersonal Exchange: Theory and Policy of Contractual Registries**. Chicago: The University of Chicago press, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Editora Atlas Ltda, 2018.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA. **Observatório da Insolvência - São Paulo, Fase 2**. São Paulo: [s.n.], 2019.

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017.

BAE, Kee-Hong; GOYAL, Vidhan K. Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, 1997.

BARRO, Robert J. The Loan Market, Collateral, and Rates of Interest. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 8, n. 4, p. 439, 1976. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1991690?origin=crossref>>. Acesso em: 7 jan. 2026.

BAUMOL, William J. Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 5, p. 893–921, 1990.

BESTER, Helmut. Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information. **The American Economic Review**, v. 75, n. 4, p. 850–855, 1985.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária - 2017**. Brasília: BCB, 2017.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária - 2019**. Brasília: BCB, 2019.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária - 2023**. Brasília: BCB, 2023.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária e Crédito – 2003: Avaliação de 4 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária e Crédito - 2008**. Brasília: BCB, 2008.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária e Crédito - 2011**. Brasília: BCB, 2011.

CABALLERO, Ricardo J; HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil K. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. **American Economic Review**, v. 98, n. 5, p. 1943–1977, 2008. Disponível em: <<https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/aer.98.5.1943>>. Acesso em: 2 jan. 2026.

CASTELAR, Armando. **Judiciário E Economia No Brasil**. Rio de Janeiro: Centro Edelstein De Pesquisas Sociais, 2009.

CAVALLI, Cássio. **Brazilian provisions on DIP Financing fail the market test**. Agenda Recuperacional. Disponível em: <<https://www.>

agendarecuperacional.com.br/brazilian-provisions-on-dip-financing-fail-the-market-test/>. Acesso em: 7 jan. 2026.

COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. **The Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 1–44, 1960. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/466560>>. Acesso em: 19 abr. 2022.

COOTER, Robert; SCHÄFER, Hans-Bernd. **Solomon's Knot: How Law can end the Poverty of Nations**. Princeton: Princeton University Press, 2012. (Kauffman Foundation Series on Innovation and Entrepreneurship).

COSTA DA SILVA, Napoleão Luiz; PONTUAL, Eduardo; BRITO, Ricardo Dias. Mercado de Crédito: Propostas para Reduzir Custo e Ampliar o Acesso de Financiamento às Empresas Brasileiras. In: SILVA FILHO, Edison Benedito Da; OLIVEIRA, João Maria De; ARAÚJO, Bruno Cesar Pino Oliveira De (Orgs.). **Eficiência produtiva : análise e proposições para aumentar a produtividade no Brasil**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2022. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.38116/978-65-5635-061-5/capitulo4>>. Acesso em: 2 jan. 2026.

DJANKOV, Simeon; MCLIESH, Caralee; SHLEIFER, Andrei. **Private Credit in 129 Countries**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11078.pdf>>. Acesso em: 7 jan. 2026.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. 1. Harvard Univ. Press paperback ed. 1996, digitally repr. Cambridge, Mass.: Harvard Univ. Press, 1991.

FERRANTE, Fabio Caparroz. **O financiamento do devedor durante a recuperação judicial sob a ótica da função social da empresa**. Dissertação, IDP, São Paulo, 2022.

GENNAIOLI, Nicola; ROSSI, Stefano. Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 11, p. 4078–4114, 2010. Disponível em: <<https://academic.oup.com/rfs/article-lookup/doi/10.1093/rfs/hhq079>>. Acesso em: 7 fev. 2026.

GENNAIOLI, Nicola; ROSSI, Stefano. Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 11, p. 4078–4114, 2010. Disponível em: <<https://academic.oup.com/rfs/article-lookup/doi/10.1093/rfs/hhq079>>. Acesso em: 8 fev. 2026.

GRANZOTTO, Alberto; SONZA, Igor Bernardi; KIRCH, Guilherme; *et al.* Brazil: The Heart of the ‘Zombie’ Economy in Emerging Markets. **Brazilian Review of Finance**, v. 23, n. 1, 2025.

HOOVER, Kevin D. Microfoundational Programs. In: DUARTE, Pedro Garcia; LIMA, Gilberto Tadeu (Orgs.). **Microfoundations Reconsidered: the Relationship of Micro and Macroeconomics in Historical Perspective**. Cheltenham, U.K: Edward Elgar, 2012, p. 19–61.

HOTCHKISS, Edith Shwalb. Postbankruptcy Performance and Management Turnover. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 3–21, 1995. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05165.x>>. Acesso em: 7 fev. 2026.

JACKSON, Thomas H. **The Logic and Limits of Bankruptcy Law**. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1986.

KEYNES, J. M. The General Theory of Employment. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 51, n. 2, p. 209, 1937. Disponível em: <<https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.2307/1882087>>. Acesso em: 3 jan. 2026.

KEYNES, John Maynard. **A Treatise on Money, Volume II - The Applied Theory of Money**. New York: Harcourt, Brace and Company, 1930. 2v.

KNIGHT, Frank H. **Risk, Uncertainty and Profit**. Boston: Houghton Mifflin, 1921.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473–492, 1977.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; *et al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113–1155, 1998. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/250042>>. Acesso em: 1 mar. 2023.

LEE, Jiwon; SCHOENHERR, David; STARMANS, Jan. **The Economics of Legal Uncertainty**. Brussels: European Corporate Governance Institute, 2026.

LUCAS E., Robert Jr. Econometric Policy Evaluation: A Critique. In: BRUNNER, K.; MELTZER, A. (Orgs.). **The Phillips Curve and Labor Markets**. New York: North-Holland, 1976, v. 1. (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy).

LUZ, Guilherme Gomes. **Decompondo o Spread Bancário: uma Abordagem Estrutural**. Rio de Janeiro: PUC-Rio/Ambima, 2023.

NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. 26th pr. Cambridge: Cambridge Univ. Press, 2008.

OCDE. **Measuring distortions in international markets: Below-market finance**. Paris: OCDE Publishing, 2021. (OECD Trade Policy Papers). Disponível em: <https://www.oecd.org/en/publications/measuring-distortions-in-international-markets-below-market-finance_a1a5aa8a-en.html>. Acesso em: 7 fev. 2026.

OREIRO, José Luís Da Costa; PAULA, Luiz Fernando De; SILVA, Guilherme Jonas Costa Da; *et al.* Determinantes Macroeconômicos do Spread Bancário no Brasil: Teoria e Evidência recente. **Economia**

Aplicada, v. 10, n. 4, p. 609–634, 2006. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-80502006000400007&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt>. Acesso em: 5 jan. 2026.

PARGENDLER, Mariana; SALAMA, Bruno Meyerhof. Direito e Consequência no Brasil: em Busca de um Discurso sobre o Método. **Revista de Direito Administrativo**, v. 262, p. 95–144, 2013. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/8901>>. Acesso em: 28 nov. 2022.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito, Economia E Crise Da Empresa**. 3. ed. Belo Horizonte: Expert Editora, 2024. Disponível em: <<https://experteditora.com.br/direito-economia-e-crise-da-empresa/>>. Acesso em: 28 jan. 2026.

PINHEIRO, Armando Castelar. IV – O Componente Judicial dos Spreads Bancários. In: **Economia Bancária e Crédito – Avaliação de 4 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

PORTO GARCIA, Rodrigo Saraiva. O Credit Bidding e a Venda de Ativos na Recuperação Judicial. In: PATELLA, Laura Amaral; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel (Orgs.). **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert Editora, 2022, p. 423–464.

ROCCA, Carlos Antonio. **Financiamento do Investimento no Brasil e o Papel do Mercado de Capitais**. São Paulo: IEDI, 2018.

SALAMA, Bruno Meyerhof. Spread bancário e Enforcement Contratual: Hipótese de Causalidade Reversa e Evidência Empírica. **Revista Brasileira de Economia**, v. 71, n. 1, 2017. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/65543>>. Acesso em: 5 jan. 2026.

SCHAPIRO, Mario Gomes; PEREIRA, Saylon Alves. Um palacete assobradado: a coexistência entre organizações estatais e instituições de mercado no financiamento habitacional brasileiro. **Revista Direito GV**, v. 15, n. 3, p. 1–36, 2019. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1808-24322019000300210&tlng=pt>. Acesso em: 2 jan. 2026.

SCHUMPETER, Joseph A. **Capitalism, Socialism and Democracy**. London: Routledge, 2005.

SCHWARTZ, Alan. Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories. **The Journal of Legal Studies**, v. 10, n. 1, p. 1–37, 1981. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/467669>>. Acesso em: 6 jan. 2026.

STF. Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 3.934/DF.

STF. AgRg no Conflito de Competência nº 129.079/SP.

STIGLITZ, Joseph; WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393–410, 1981.

UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW (Org.). **UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law - Parts One and Two**. New York: United Nations, 2005.

WHITE, Michelle J. The Corporate Bankruptcy Decision. **Journal of Economic Perspectives**, v. 3, n. 2, p. 129–151, 1989.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting**. 1. Free Press paperback edition. London: Macmillan, 1987.

WORLD BANK. **Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies**. Washington, DC: World Bank, 2020. Disponível em: <<https://hdl.handle.net/10986/32436>>. Acesso em: 2 jan. 2026.

WORLD BANK. **Doing Business 2020: Economy Profile of Brazil**. Wahington, DC: World Bank, 2020.

ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. **Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**. 6^a. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

