



**Universidade do Estado do Rio de Janeiro**

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

Rodrigo Saraiva Porto Garcia

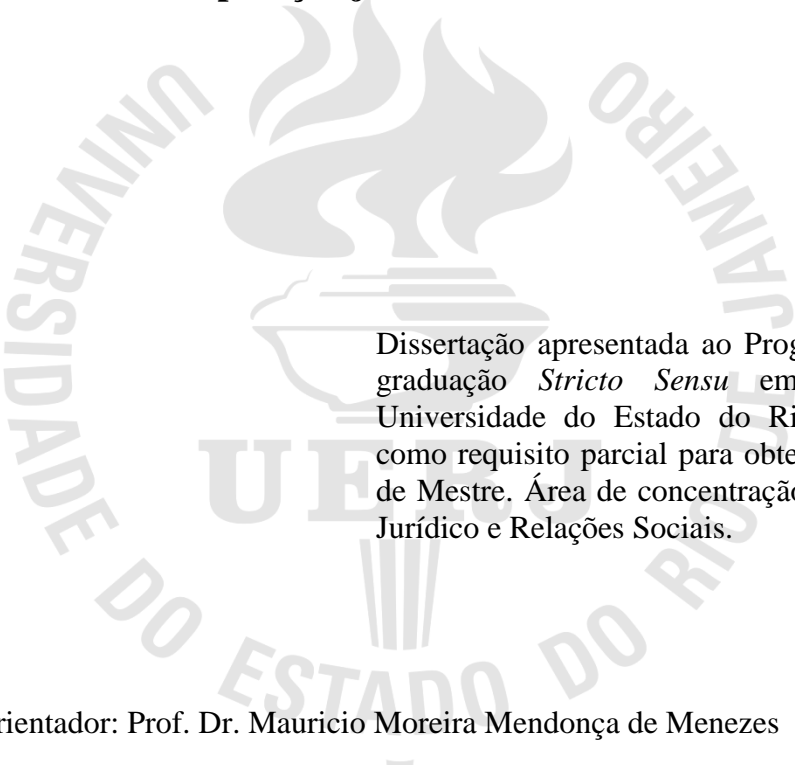
**A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de *stalking horse***

Rio de Janeiro

2019

Rodrigo Saraiva Porto Garcia

**A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de *stalking horse***



Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação *Stricto Sensu* em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais.

Orientador: Prof. Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes

Rio de Janeiro

2019

CATALOGAÇÃO NA FONTE  
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

G216	<p>Garcia, Rodrigo Saraiva Porto.</p> <p>A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse / Rodrigo Saraiva Porto Garcia. - 2019. 156f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes. Dissertação (Mestrado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.</p> <p>1.Direito empresarial - Teses. 2.Contratos – Teses. 3.Alienação – Teses. I.Menezes, Mauricio Moreira Mendonça de. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.</p> <p>CDU 347.736</p>
------	---

Bibliotecária: Marcela Rodrigues de Souza CRB7/5906

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta tese, desde que citada a fonte.

---

Assinatura

---

Data

Rodrigo Saraiva Porto Garcia

**A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação *Stricto Sensu* em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais.

Aprovada em 22 de fevereiro de 2019.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes (Orientador)  
Faculdade de Direito – UERJ

---

Prof. Dr. Flavio Antonio Esteves Galdino  
Faculdade de Direito – UERJ

---

Prof. Dr. Cássio Machado Cavalli  
Fundação Getúlio Vargas de São Paulo

Rio de Janeiro  
2019

## RESUMO

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. *A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse*. 2019. 156f. Dissertação de Mestrado em Direito – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

O presente trabalho tem por objetivo examinar a venda de ativos na recuperação judicial e a utilização do contrato de *stalking horse* no Direito Brasileiro. Para tanto, inicialmente, pretende-se explicar como funciona a alienação de ativos no processo de recuperação judicial, tanto na forma do art. 66 da Lei nº 11.101/2005 como nos termos do plano de recuperação. Além disso, discute-se a escolha das modalidades de venda de bens e direitos previstas nos arts. 142, 144 e 145 da Lei nº 11.101/2005, a ausência de sucessão do adquirente nas obrigações do devedor alienante, o problema da reforma da decisão judicial autorizativa da venda e o problema da apresentação de ofertas inferiores ao preço de avaliação de ativos. Com base nas premissas estabelecidas para a venda de ativos na recuperação judicial, passa-se ao exame do contrato de *stalking horse* na experiência norte-americana, com a exposição dos seus contornos. Em seguida, trata-se da possibilidade de celebração de contratos atípicos, da natureza jurídica do processo de recuperação judicial e do momento adequado para a celebração do contrato de *stalking horse*. Por fim, busca-se apresentar uma proposta de adoção do *stalking horse* para a alienação de ativos na recuperação judicial, em um processo de internalização do instituto para o Direito Brasileiro que respeite e se ajuste ao ordenamento jurídico pátrio, à jurisprudência predominante e aos costumes negociais.

Palavras-chave: Direito empresarial. Recuperação judicial. Venda de ativos. *Stalking horse*.

## ABSTRACT

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. *The sale of assets in judicial reorganization and the stalking horse agreement*. 2019. 156f. Dissertação de Mestrado em Direito – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

This work aims to examine the sale of assets in judicial reorganization and the use of the stalking horse agreement in Brazilian Law. To do so, initially, this study intends to explain how asset disposition works in a judicial reorganization process, both in the form of art. 66 of Federal Law no. 11,101/2005 and under the terms of the plan of reorganization. In addition, it discusses the choice between the different modalities of asset sales provided by arts. 142, 144 and 145 of Federal Law no. 11,101/2005, the inexistence of successor liability of the purchaser in the obligations of the seller, the problem of overturning the court order authorizing the sale and the problem of submitting bids lower than the asset valuation price. Based on the premises established for the sale of assets in judicial reorganization, the study analyzes the stalking horse agreement in light of the American experience, with the layout of its common stipulations. Thereafter, it deals with the possibility of signing atypical contracts, the legal nature of the judicial reorganization process and the appropriate time for the conclusion of the stalking horse agreement. Finally, the study lays out a proposal for the adoption of the stalking horse for asset disposition in the judicial reorganization process, through a process of internalization of the institute for Brazilian Law that respects and conforms to the legal order of the country, the prevailing case-law and the negotiating customs.

Keywords: Corporate law. Judicial reorganization. Sale of assets. Stalking horse.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AC	Apelação Cível
ADI	Ação Direta de Inconstitucionalidade
AgInt	Agravo Interno
AgRg	Agravo Regimental
AI	Agravo de Instrumento
AREsp	Agravo em Recurso Especial
art.	Artigo
CC	Código Civil
CJF	Conselho da Justiça Federal
CLT	Consolidação das Leis Trabalhistas
Coord.	Coordenação
CPC	Código de Processo Civil de 2015
CRFB/88	Constituição da República Federativa do Brasil
CTN	Código Tributário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DIP	Debtor-in-Possession
EDcl	Embargos de Declaração
EIRELI	Empresa Individual de Responsabilidade Limitada
EUA	Estados Unidos da América
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
LREF	Lei de Recuperação de Empresas e Falência
Ltd.	Limited Company
Ltda.	Sociedade Limitada
Rcl	Reclamação
REsp	Recurso Especial
S/A	Sociedade por Ações
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STF	Supremo Tribunal Federal
TJRJ	Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo
UPI	Unidade Produtiva Isolada

## SUMÁRIO

	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	9
1	<b>A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL.....</b>	13
1.1	<b>A administração do devedor em recuperação judicial.....</b>	16
1.2	<b>O princípio da preservação da empresa introduzido pela Lei nº 11.101/2005.....</b>	21
1.3	<b>A alienação de unidades produtivas isoladas na recuperação judicial (art. 60, Lei nº 11.101/2005).....</b>	26
1.4	<b>A alienação e a oneração de ativos no curso da recuperação judicial (art. 66, Lei nº 11.101/2005).....</b>	35
1.4.1	<u>Os requisitos para a alienação e oneração do ativo.....</u>	36
1.4.1.1	O significado da expressão “evidente utilidade”.....	36
1.4.1.2	A necessidade de oitiva do comitê de credores e de autorização judicial.....	40
1.4.1.3	A correta interpretação da expressão “ativo permanente”.....	44
1.4.2	<u>A alienação e a oneração do ativo após a aprovação do plano de recuperação judicial.....</u>	52
1.4.3	<u>As consequências da inobservância do art. 66 da Lei nº 11.101/2005.....</u>	56
1.5	<b>As modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial.....</b>	58
1.6	<b>A questão da sucessão do adquirente nas obrigações do alienante.....</b>	63
1.6.1	<u>A ausência de sucessão na alienação de unidades produtivas isoladas (art. 60, parágrafo único, Lei nº 11.101/2005).....</u>	63
1.6.2	<u>A ausência de sucessão na realização do ativo na falência (art. 141, inciso II, Lei nº 11.101/2005) e as modalidades de venda extraordinária de ativos na recuperação judicial.....</u>	67
1.6.3	<u>A discussão a respeito da sucessão na alienação de ativos na forma do art. 66 da Lei nº 11.101/2005.....</u>	70
1.6.4	<u>A competência para o reconhecimento da sucessão na recuperação judicial e o problema da Justiça do Trabalho.....</u>	74
1.7	<b>O problema do risco de reforma da decisão judicial sobre a venda de ativos e a teoria do <i>equitable mootness</i>.....</b>	81



1.8	<b>O problema da arrematação por preço inferior ao valor de avaliação.....</b>	87
2	<b>O CONTRATO DE <i>STALKING HORSE</i> E SUA UTILIZAÇÃO NO BRASIL.....</b>	91
2.1	<b>O contrato de <i>stalking horse</i> na experiência norte-americana.....</b>	91
2.1.1	<u>A venda de ativos no processo de reorganização.....</u>	93
2.1.2	<u>O conceito de <i>stalking horse</i>.....</u>	101
2.1.3	<u>Os contornos do contrato de <i>stalking horse</i>.....</u>	103
2.2	<b>A compatibilidade do contrato de <i>stalking horse</i> com o ordenamento jurídico brasileiro.....</b>	112
2.2.1	<u>A possibilidade de celebração de contratos atípicos.....</u>	112
2.2.2	<u>A natureza jurídica da recuperação judicial.....</u>	116
2.2.3	<u>O momento no qual o <i>stalking horse bidder</i> pode se apresentar na recuperação judicial.....</u>	121
2.2.4	<u>Estudo de caso da recuperação judicial do Grupo OAS.....</u>	123
2.2.5	<u>Estudo de caso da recuperação judicial do Grupo Abengoa.....</u>	130
2.2.6	<u>Uma proposta de adoção do contrato de <i>stalking horse</i> no Brasil.....</u>	138
	<b>CONCLUSÃO.....</b>	142
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	144

## INTRODUÇÃO

A Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, a Lei de Recuperação de Empresas e Falência (LREF), representou um grande avanço no tratamento dos regimes de insolvência de empresários individuais e sociedades empresárias no Brasil ao prever os institutos da recuperação judicial e da recuperação extrajudicial, ao mesmo tempo em que atualizou as normas que regulam a falência. Além de trazer essas novidades, a nova lei – já não tão nova, considerando que já se passou mais de uma década desde sua edição – conferiu uma enorme relevância aos princípios, sobretudo o princípio da preservação da empresa no bojo da recuperação judicial.

O princípio da preservação da empresa foi instituído com o objetivo de garantir a continuidade da atividade empresarial viável, na medida em que assegura a proteção dos direitos dos trabalhadores, dos fornecedores, dos consumidores e dos credores em geral.

A viabilidade econômica da empresa tornou-se o parâmetro para identificar se uma determinada sociedade empresária deveria se sujeitar à recuperação judicial ou ter a sua falência decretada. É certo que a administração do devedor<sup>1</sup> continua com o poder de optar entre o pedido de recuperação judicial ou o pedido de autofalência, mas com a nova lei os credores passaram a ter o poder de decidir sobre a viabilidade da empresa, por meio da aprovação do plano de recuperação ou sua rejeição e a consequente decretação da falência.

A lei elencou diversos meios de recuperação judicial passíveis de escolha pelo devedor no momento de negociação e elaboração do plano de recuperação. O meio de soerguimento mais comum, como se sabe, é a modificação das condições de pagamento dos créditos, com a imposição de deságio, alongamento de prazos de pagamento e redução dos encargos incidentes. Contudo, é outro meio de recuperação de extrema importância sobre o qual o presente estudo trata: a venda de ativos do devedor.

A venda de ativos do devedor pode ser realizada por meio da criação de unidades produtivas isoladas, dentro das quais se insere todo um conjunto de bens e contratos necessários para o exercício da atividade empresarial. Esse tipo de venda de ativos normalmente é proposto pelo plano de recuperação e deliberado pelos credores em assembleia geral. As unidades produtivas isoladas também são consideradas bens de valor agregado elevado e que podem

---

<sup>1</sup> Na presente dissertação será utilizado o termo devedor para se referir tanto ao empresário individual, à empresa individual de responsabilidade limitada e à sociedade empresária, seja ela do tipo limitada ou anônima, que pleiteia recuperação judicial.

oferecer um retorno financeiro maior para o devedor quando comparadas aos bens individuais que as compõem, possivelmente atraindo mais interessados para a sua venda judicial.

Também é possível a venda isolada de determinados bens, como imóveis ou o maquinário de uma fábrica, com o intuito de angariar fundos necessários para a continuidade da atividade empresarial. Essa venda usualmente ocorre no curso do processo de recuperação, por meio de autorização judicial, após a oitiva do comitê de credores, se houver, e do administrador judicial. Em tese, são bens de menor valor agregado e que podem atrair um número inferior de interessados, o que pode representar menos recursos para o devedor.

Embora as considerações trazidas pelo presente trabalho sejam aplicáveis tanto aos atos de disposição de unidades produtivas isoladas como de bens individualmente considerados, é com relação à alienação do estabelecimento empresarial (unidade produtiva por excelência) que a proposta apresentada por esta dissertação se mostra mais útil e relevante.

O grande problema da venda de ativos é que as modalidades de alienação judicial de bens não favorecem o devedor em recuperação. Pelo contrário, a simples possibilidade de se admitir a arrematação de bens por valores inferiores aos preços de avaliação – preços esses que, muitas vezes, subestimam o real valor de mercado do ativo – já representa um enorme prejuízo para o devedor e para a coletividade de credores.

É certo que na venda de unidades produtivas isoladas previstas no plano de recuperação judicial há um valor mínimo exigido para o lance inicial, sob pena de não se realizar a venda do ativo. No entanto, essa previsão do plano pode ser revista pela própria assembleia geral de credores, que pode aceitar uma oferta inferior pelo ativo que se pretende vender – isto é, na falta de propostas mais atrativas. Entre as regras de alienação dos ativos na Lei nº 11.101/2005, há um dispositivo que permite expressamente a venda do bem pelo maior valor oferecido, ainda que este valor seja inferior ao preço de avaliação. Por certo, tal valor não poderá ser inferior a 50% (cinquenta por cento) do seu preço estimado, mas ainda assim é possível notar como a lei privilegia a alienação de bens do devedor por menos do que efetivamente valem, em aparente contradição com o princípio da preservação da empresa.

Além do estímulo fornecido pela estrutura normativa ao oferecimento de lances inferiores, há uma assimetria informacional no mercado de ativos em situação de dificuldade – os chamados *distressed assets*. Enquanto os vendedores sabem dos defeitos e das virtudes dos ativos, os compradores não têm conhecimento da qualidade do bem que se pretende alienar, o que leva a um nivelamento por baixo do valor da oferta. Se o comprador não tem condições de saber se um ativo é bom ou ruim, a tendência é que esteja disposto a pagar o preço de um ativo

ruim. Isso desestimula a venda de ativos de boa qualidade, de modo que o mercado é inundado por ativos de má qualidade.

À luz desse problema, tanto da subestimação do valor de mercado dos ativos como da sua alienação por valor menor do que o preço de avaliação, é necessário identificar um instrumento que possa permitir uma estimativa adequada do bem que se pretende alienar, bem como garantir, de forma vinculante, uma oferta pela compra do ativo que reflita tal preço. E é aí que surge a figura do contrato de *stalking horse*.<sup>2</sup>

Por meio do contrato de *stalking horse*, um terceiro interessado em adquirir o bem celebra um acordo com o devedor para realizar uma análise aprofundada do ativo, a fim de determinar o seu valor intrínseco, e, ao final, propor uma oferta vinculante para a aquisição do bem (ou conjunto de bens, ou unidade produtiva isolada). O ajuste estabelece diversas cláusulas com o intuito de proteger o potencial adquirente e o alienante, e prevê mecanismos que podem estimular lances mais elevados pelo ativo, acima da oferta vinculante inicialmente apresentada. Isso porque o contrato de *stalking horse* funciona como um preparativo para a venda judicial do ativo, e que pode ser arrematado por terceiros interessados que nada têm a ver com o contrato celebrado.

O potencial adquirente, chamado de *stalking horse bidder*, tem a vantagem de realizar uma *due diligence* mais extensa e profunda do que os demais pretendentes e pode apresentar um lance vinculante que serve de piso para a venda judicial. Além disso, o contrato permite a devolução dos valores gastos com a estruturação da operação e, ainda, o pagamento de compensação em caso de não concretização da venda ao *stalking horse bidder*.

O alienante, por sua vez, tem a vantagem de receber uma oferta vinculante que reflita o preço de mercado do ativo (ou o mais próximo de tal preço) – o que acaba por representar uma garantia mínima de que o bem será alienado e os credores satisfeitos –, ao mesmo tempo em que existe um estímulo aos demais interessados a realizarem lances mais altos, caso queiram adquirir o bem. E nesses casos, o *stalking horse bidder* ainda pode cobrir a melhor oferta para ficar com o ativo.

Nesse contexto, o *stalking horse bidder* atinge o seu objetivo de adquirir o bem, o devedor obtém o maior preço possível e os credores também são beneficiados, com o influxo de mais recursos voltados para a continuidade da atividade empresarial ou até para o pagamento das dívidas sujeitas e não sujeitas à recuperação judicial.

---

<sup>2</sup> O contrato de *stalking horse* é a expressão utilizada nesta dissertação para representar qualquer instrumento contratual que identifique os contornos do ajuste. É comum que o *stalking horse* se aperfeiçoe por uma carta de intenções ou pelo próprio contrato de compra e venda do ativo.

Dito isso, a presente dissertação se divide em dois capítulos. O primeiro capítulo trata de modo geral da alienação de ativos na recuperação judicial, notadamente (i) o regime de venda de unidades produtivas isoladas nos termos do plano de recuperação e de ativos no curso do processo de recuperação, (ii) as modalidades de venda de ativos e (iii) a sucessão do adquirente nas obrigações do devedor em recuperação. O segundo capítulo, por sua vez, apresenta os contornos do contrato de *stalking horse* com base na experiência norte-americana e discute a sua compatibilidade com o ordenamento jurídico brasileiro, com destaque para o estudo de caso das recuperações judiciais do Grupo OAS e do Grupo Abengoa.

É sobre esses temas de extrema relevância para a recuperação judicial que se busca estudar no presente trabalho.

## 1 A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

O desenvolvimento de qualquer atividade empresarial exige a injeção inicial de recursos pelo empresário individual, pelo titular da empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI), ou pelos sócios ou acionistas da sociedade empresária. Esse aporte inicial de recursos constitui o capital social, que pode ser compreendido como o conjunto de valores necessários para o exercício da atividade empresarial, garantindo o seu equilíbrio econômico-financeiro e permitindo a geração de lucros.<sup>3</sup>

No entanto, nem sempre os valores que integram o capital social são suficientes para fazer frente aos investimentos necessários para a continuidade da atividade ou para cobrir as despesas do dia-a-dia. Nesse contexto, são diversas as formas disponíveis para financiamento da empresa. Para o empresário individual, para o titular da EIRELI, para a sociedade limitada e para a sociedade por ações, os recursos normalmente podem vir de (i) um autofinanciamento, (ii) um aumento de capital, ou (iii) um contrato de mútuo.

Por meio do autofinanciamento, são utilizados os valores constantes das reservas de capital constituídas com os lucros não distribuídos. Trata-se da forma menos custosa de financiamento da atividade empresarial, com a utilização de recursos próprios, separados para a realização de investimentos ou para o pagamento de despesas correntes ou imprevistas (com o reforço do capital de giro).

Outra forma de financiar a empresa consiste no aumento de capital por meio do aporte de recursos. No caso das sociedades limitadas e das sociedades por ações, o aumento de capital acompanha a emissão de novas quotas e ações, respectivamente, as quais serão subscritas pelos sócios e acionistas que participarem do aumento de capital. Juntamente com o autofinanciamento, o aumento de capital é considerado um meio próprio<sup>4</sup> de financiamento e também possui custo reduzido.

---

<sup>3</sup> Na lição de Nelson Eizirik: “A função do capital social como garantia dos credores, tal como a sua noção de cifra fixa e imutável, passou por grandes transformações nas últimas décadas; entende-se presentemente que ele representa um complexo de valores dos quais uma sociedade deve ser dotada para alcançar o equilíbrio econômico e financeiro que lhe propicie a produção de lucros pretendida. O capital não pode ter sua função reduzida a uma mera garantia, pois ele constitui o conjunto de valores designados pelos sócios para o exercício da atividade em comum, de cuja potencialidade de gerir lucros advém a efetiva garantia dos credores. O capital não é a única fonte de recurso utilizada pela companhia para fazer frente às suas necessidades, pois ela pode socorrer-se de empréstimos captados junto ao público e aos próprios acionistas (como é o caso das debêntures) ou junto ao mercado financeiro” (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*: artigos 1º a 120. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 94).

<sup>4</sup> Segundo José Waldecy Lucena, em comentário à Lei das S/A, é possível distinguir entre os meios próprios e os meios alheios de financiamento da empresa: “Aumento de capital e autofinanciamento constituem aqueles que, no jargão societário, são definidos como meios próprios; crédito bancário e subscrição de obrigações representam, ao

E há ainda mais uma modalidade corriqueira de se angariar recursos para a empresa: a contratação de mútuo com instituições financeiras. Por certo, tem-se aqui um meio alheio de financiamento da empresa, pelo qual o empresário individual, a EIRELI, a sociedade limitada e a sociedade por ações se comprometem a pagar pelo crédito bancário obtido em prazo determinado, em parcelas periódicas e com a incidência de correção monetária e juros sobre o montante disponibilizado. Como se pode perceber, o custo decorrente do contrato de mútuo é maior do que nas hipóteses de autofinanciamento e de aumento de capital. Apesar disso, considerando o tipo de atividade desenvolvida, o risco de crédito reduzido, a possibilidade de constituição de garantias reais sobre bens e a existência de uma situação macroeconômica favorável, o mútuo pode ser uma alternativa atrativa para o crescimento saudável da empresa (considerando-se um cenário de taxas de juros menores, por exemplo).

Além dessas três hipóteses de financiamento, as sociedades por ações ainda podem se valer da emissão de títulos de dívida, as debêntures. Também considerado um meio alheio de financiamento da empresa, a emissão de debêntures costuma ser mais benéfica do que a contratação de um empréstimo, especialmente em razão da estipulação de taxas de juros inferiores àquelas praticadas por instituições financeiras – embora a escritura de emissão das debêntures possa prever a constituição de ônus reais sobre bens da companhia, tal como ocorre com a concessão de crédito bancário. Caso a companhia possua subsidiárias no exterior – na maioria das vezes constituídas precisamente para a captação de recursos –, é possível ainda a emissão de títulos de dívida estrangeiros, como os *bonds* ou as *notes*.

Ocorre que ao longo do ciclo de vida da pessoa jurídica, há momentos de bonança e de penúria – muitas vezes atrelados aos períodos de recessão ou de expansão da economia do país. Nas épocas de crescimento econômico, há grande oferta de crédito no mercado, por seus mais variados meios, enquanto nas recessões o crédito se torna escasso e de custo elevado. O problema é justamente esse: no período de maior dificuldade financeira, o empresário individual, a EIRELI e a sociedade empresária não conseguirão obter os recursos necessários para garantir a continuidade da atividade empresarial.

Nos momentos de recessão econômica ou de crise do empresário individual, da EIRELI e da sociedade empresária, se não existirem reservas constituídas, não será possível o autofinanciamento.<sup>5</sup> Além disso, o aumento de capital pode não ser interessante, seja em razão

---

contrário, os meios alheios” (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 1 a 120). v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 526).

<sup>5</sup> E é nesses períodos que o autofinanciamento se mostra mais relevante, razão pela qual a constituição de reservas é tão importante durante o período de expansão econômica. No entendimento de Luiz Ernesto Aceturi de Oliveira: “Do ponto de vista macroeconômico, deve-se considerar que nos períodos de desenvolvimento normal, nos quais

da perspectiva de retorno apenas no longo prazo, seja em virtude da situação de crise na qual se encontram as pessoas físicas por trás da empresa. A seu turno, o crédito bancário também pode se tornar de difícil obtenção, considerando-se a retração da oferta de crédito no mercado, o maior risco de inadimplência do contrato de mútuo e as elevadas taxas de juros – que pode ser resultado do rebaixamento da nota de crédito atribuída ao empresário individual, à EIRELI e à sociedade empresária. E para as sociedades por ações, a emissão de debêntures de igual modo pode não ser uma opção viável em razão do desinteresse por parte dos investidores do mercado de capitais – tanto interno, como externo – ou das taxas de juros mais elevadas exigidas pelos potenciais investidores.

Caso nenhuma das modalidades ordinárias de financiamento da empresa seja viável (ou possível), ainda restariam duas alternativas de caráter extraordinário para a obtenção de recursos para a atividade empresarial.

A primeira alternativa poderia ser utilizada apenas na hipótese de o objeto da empresa consistir na prestação de serviços ou na venda de mercadorias, com a consequente emissão de duplicatas representativas da operação. Depois de sua emissão, as duplicatas poderiam ser cedidas a uma companhia de faturização – neologismo originado do termo *factoring*. Essa é uma opção extraordinária de financiamento, pois a duplicata é cedida com um alto deságio sobre o seu valor de face, normalmente mais elevado do que as taxas de juros na concessão de crédito bancário. Recorrer a essa forma de financiamento apenas demonstra a situação de grave crise (e desespero) do empresário individual, da EIRELI e da sociedade empresária.

A segunda alternativa consiste na venda de ativos, sejam eles maquinário, imóveis ou até filiais – estas últimas com o trespasse do estabelecimento empresarial. Na hipótese de existirem diversos bens subutilizados ou abandonados, sem qualquer utilidade para a empresa, a venda de ativos pode ser uma excelente forma de otimizar o negócio ao mesmo tempo em que se angariam recursos para a realização de investimentos ou para o equacionamento de dívidas. No entanto, é importante ressaltar que a alienação de bens importa em uma redução do patrimônio social e uma possível limitação do alcance da atividade empresarial, o que poderia até acarretar a diminuição dos lucros da empresa – conquanto seja necessário mencionar que,

---

não se verifiquem depressão econômica, não há inconveniente na permissão legislativa ao autofinanciamento das empresas pela formação de reservas. Existindo depressão, o autofinanciamento por meio de reservas tem a vantagem de reduzir a captação de recursos no mercado e favorecer o incremento de capitais produtivos da empresa” (OLIVEIRA, Luiz Ernesto Aceturi de. A retenção de dividendos e os direitos patrimoniais dos acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 327).



se nenhuma das formas ordinárias de financiamento puderem ser consideradas alternativas viáveis, muito provavelmente a empresa terá reportado prejuízos (e não lucros) nos últimos meses, senão anos.

Como se pode perceber, essas duas modalidades extraordinárias de financiamento apontam para uma situação de crise da empresa, o que pode levar o empresário individual, a EIRELI e a sociedade empresária a buscar sua recuperação extrajudicial, sua recuperação judicial, ou mesmo a autofalência – tudo a depender do grau de endividamento e das perspectivas de reestruturação e de retomada da atividade. Nesse contexto, é importante relembrar que o presente trabalho se limita ao estudo da recuperação judicial.

O pedido de recuperação judicial pode ser realizado antes mesmo da instalação de uma situação de crise aguda, com o esgotamento dos meios ordinários de financiamento, por exemplo. Contudo, o protocolo do requerimento de recuperação judicial parece ser mais comum apenas quando não restam alternativas extrajudiciais para a solução da dívida, exauridos os meios viáveis de financiamento e, por vezes, após o uso dos meios extraordinários para a obtenção dos recursos necessários à manutenção da empresa.

Iniciado o processo de recuperação judicial, o devedor em recuperação – nomenclatura usada neste trabalho para se referir ao empresário individual, à EIRELI e à sociedade empresária em recuperação – ainda pode se valer das modalidades ordinárias de financiamento, como o aumento de capital ou a contratação de mútuo – o que, vale dizer, se torna ainda mais difícil, devido ao risco de crédito e à necessidade de provisionamento pela instituição financeira da integralidade do montante disponibilizado, exigindo-se do devedor a oneração de seus ativos. No entanto, é muito provável que o devedor recorra à alienação de ativos para angariar os recursos necessários para realizar novos investimentos, para satisfazer suas despesas correntes e para o pagamento dos credores sujeitos e não sujeitos à recuperação judicial.

A alienação de bens do devedor após o pedido de recuperação judicial é o objeto de estudo deste capítulo. No entanto, antes disso é necessário tratar da administração do devedor em recuperação e do princípio da preservação da empresa, a fim de assentar os alicerces que darão sustentação à disciplina da alienação de ativos no curso da recuperação judicial.

### **1.1. A administração do devedor em recuperação judicial**

A crise econômico-financeira da empresa não se instala automaticamente, mas decorre de um processo (por vezes, longo) durante o qual o empresário individual, a EIRELI e

a sociedade empresária passam por diferentes níveis de degradação econômica. De acordo com Daniel P. Bender e Kevin T. Willis, seria possível indicar três estágios de declínio que, de modo geral, apresentam as seguintes características: (i) na primeira etapa, observa-se uma estagnação ou queda nas vendas de produtos (com a redução das margens de lucro), aumento nos custos de produção e de matéria-prima, e uma redução drástica do capital de giro (e.g., dificuldades com o crédito dos compradores, exigência dos fornecedores de pagamento mais célere); (ii) na segunda etapa, há uma redução na participação de mercado da empresa, a perda de consumidores relevantes, problemas com fornecedores que podem levar à interrupção na prestação dos serviços ou entrega de mercadorias, liquidez reduzida (o que pode levar a gestão a tomar decisões com base na disponibilidade de recursos) e períodos consecutivos de resultados econômicos ruins; e (iii) na terceira etapa, os indícios mencionados anteriormente são agravados, há uma dificuldade em realizar o pagamento de despesas correntes (e.g., folha salarial e fornecedores), há o inadimplemento de dívidas e a viabilidade da atividade empresarial começa a ser questionada.<sup>6</sup>

No primeiro estágio de declínio econômico-financeiro, o empresário individual, o titular da EIRELI e os administradores da sociedade empresária podem tomar atitudes que revertam a situação de crise em seu começo, mas também podem simplesmente não fazer nada e acreditar que as circunstâncias melhorarão. No segundo e no terceiro estágios, a crise econômico-financeira se instala efetivamente e a gestão tem dificuldades em encontrar uma saída negocial, o que pode levá-los ao pedido de recuperação judicial.<sup>7</sup>

Nesse contexto, é importante destacar que o pedido de recuperação judicial normalmente não é resultado de uma escolha leviana da administração do devedor: muitas das vezes, trata-se do último ato praticado após um longo processo, com diversas tentativas de reestruturação extrajudicial das dívidas, com a busca de financiamento para a atividade empresarial e com a conclusão, ao final, de que não há outra saída para garantir a continuidade da empresa a não ser o remédio – por vezes amargo – representado pela recuperação judicial. Em razão do risco reputacional imposto pelo processo de recuperação, parece comum que o devedor e seus administradores posterguem ao máximo a decisão a seu respeito, o que pode levá-los a perder o *timing* da recuperação judicial, tornando inviável a atividade empresarial e restando apenas a autofalência como solução para a crise instaurada.

---

<sup>6</sup> BENDER, Daniel P.; WILLIS, Kevin T. Failures companies make that lead to crisis (or why companies fail). In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 11-12.

<sup>7</sup> *Ibid.*, p. 11-12.

No sistema brasileiro de insolvência, a escolha pela recuperação judicial é uma faculdade conferida ao empresário individual, à EIRELI e à sociedade empresária; os credores não podem pleitear a recuperação judicial do devedor, como em outros sistemas de insolvência mundo afora – no Brasil, o credor possui legitimidade ativa apenas para o pedido de falência, na forma do art. 97, inciso IV da LREF.

Tratando-se de sociedade limitada, o art. 1.071, inciso VIII do Código Civil (CC) prevê que o pedido de concordata deve ser objeto de deliberação dos sócios – o qual deve ser interpretado para se referir à recuperação judicial, visto que o dispositivo é anterior à Lei nº 11.101/2005.<sup>8</sup>

De modo semelhante, o art. 122, inciso IX da Lei nº 6.404/1976, a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S/A), afirma que compete à assembleia geral de acionistas autorizar os administradores a pedir concordata – e aqui, mais uma vez, deve-se entender que o dispositivo legal se refere à recuperação judicial –,<sup>9</sup> e o parágrafo único do art. 122 confere aos administradores a atribuição de pedir concordata em caso de urgência, desde que com a concordância do acionista controlador, se houver, e a posterior ratificação pela assembleia geral.<sup>10</sup>

Isso apenas mostra que deve partir do devedor e da sua administração a iniciativa para o pedido de recuperação judicial. No entanto, essa é uma escolha bastante difícil, pois significa reconhecer que as decisões tomadas pelo empresário e pela administração da sociedade empresária podem ter levado à situação de miséria da empresa. Até mesmo nos casos de crise causados por fatores externos – a exemplo da derrocada nos preços de *commodities* ou uma depressão econômica em escala global –, seria possível atribuir ao empresário e à administração alguma parcela de culpa – em seu sentido não jurídico – por não se aproveitar do período de crescimento econômico e não constituir as reservas necessárias para superar um eventual período de crise. Diante disso, qual seria o incentivo para o devedor e sua administração se a Lei de Recuperação de Empresas e Falência estabelecesse o afastamento automático do empresário e dos administradores que levaram à crise da empresa? Por certo, uma medida dessa estirpe aniquilaria o instituto da recuperação judicial.

---

<sup>8</sup> Art. 1.071, CC. Dependem da deliberação dos sócios, além de outras matérias indicadas na lei ou no contrato: (...) VIII – o pedido de concordata.

<sup>9</sup> Art. 122, Lei das S/A. Compete privativamente à assembleia geral: (...) IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

<sup>10</sup> Art. 122, parágrafo único, Lei das S/A. Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembléia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.

Em razão disso, a primeira parte do art. 64 da LREF estipula que o devedor, quando empresário individual ou titular da EIRELI, e os administradores da sociedade empresária devem permanecer na condução da atividade empresarial durante o processo de recuperação judicial, sob fiscalização do comitê de credores, se constituído, e do administrador judicial.<sup>11</sup> Outra não poderia ser a solução legal, visto que o objetivo da lei é reerguer o devedor em dificuldade econômica.

A escolha pela manutenção do devedor e dos administradores no comando dos negócios após o pedido de recuperação tem o nítido propósito de estimular o uso do instituto da recuperação judicial sempre que necessário. Se o empresário, o titular da EIRELI ou os membros da administração da sociedade empresária fossem destituídos automaticamente pelo simples pedido de recuperação, muitos agentes econômicos com a capacidade de se reerguer fatalmente caminhariam rumo à falência, em razão do capricho de algumas poucas pessoas no comando que não gostariam de perder seus postos e o seu poder. Isso certamente derrotaria o propósito da lei de recuperar a empresa viável e sanear o mercado da empresa podre.

Contudo, é importante destacar que a Lei de Recuperação de Empresas e Falência permite que o devedor e os administradores sejam afastados por previsão do plano de recuperação judicial e sua aprovação pelos credores, na forma do art. 50, inciso IV,<sup>12</sup> ou por decisão do juízo da recuperação, se verificada a prática de certos atos contrários ao soerguimento da empresa, conforme a segunda parte do *caput* do art. 64 e seus incisos.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Art. 64, LREF. Durante o procedimento de recuperação judicial, o devedor ou seus administradores serão mantidos na condução da atividade empresarial, sob fiscalização do Comitê, se houver, e do administrador judicial [...].

<sup>12</sup> Art. 50, LREF. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: (...) IV – substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos [...].

<sup>13</sup> Art. 64, LREF. Durante o procedimento de recuperação judicial, o devedor ou seus administradores serão mantidos na condução da atividade empresarial, sob fiscalização do Comitê, se houver, e do administrador judicial, salvo se qualquer deles: I – houver sido condenado em sentença penal transitada em julgado por crime cometido em recuperação judicial ou falência anteriores ou por crime contra o patrimônio, a economia popular ou a ordem econômica previstos na legislação vigente; II – houver indícios veementes de ter cometido crime previsto nesta Lei; III – houver agido com dolo, simulação ou fraude contra os interesses de seus credores; IV – houver praticado qualquer das seguintes condutas: a) efetuar gastos pessoais manifestamente excessivos em relação a sua situação patrimonial; b) efetuar despesas injustificáveis por sua natureza ou vulto, em relação ao capital ou gênero do negócio, ao movimento das operações e a outras circunstâncias análogas; c) descapitalizar injustificadamente a empresa ou realizar operações prejudiciais ao seu funcionamento regular; d) simular ou omitir créditos ao apresentar a relação de que trata o inciso III do *caput* do art. 51 desta Lei, sem relevante razão de direito ou amparo de decisão judicial; V – negar-se a prestar informações solicitadas pelo administrador judicial ou pelos demais membros do Comitê; VI – tiver seu afastamento previsto no plano de recuperação judicial.

Parágrafo único. Verificada qualquer das hipóteses do *caput* deste artigo, o juiz destituirá o administrador, que será substituído na forma prevista nos atos constitutivos do devedor ou do plano de recuperação judicial

Dito isso, vale mencionar que o devedor e os administradores permanecem na livre administração da empresa, seguindo o curso normal dos negócios, ao contrário do que ocorre com a falência.<sup>14</sup> Isso, pois a recuperação judicial tem por objetivo a reestruturação da empresa e não a liquidação ordenada dos seus ativos.<sup>15</sup>

Em razão disso, a administração do devedor em recuperação pode praticar todos os atos necessários à gestão da empresa. São os meros atos de administração,<sup>16</sup> também denominados atos negociais, que não se submetem ao crivo dos credores, por se tratarem de típicos atos de empresa exercidos pela administração.<sup>17</sup> Caso fosse necessária a autorização dos credores, do administrador judicial ou do juízo da recuperação para a prática de quaisquer atos pela administração do devedor, a atividade empresarial restaria completamente inviabilizada.

Em que pese a aparente abrangência da competência residual da assembleia geral de credores prevista no art. 35, inciso I, alínea f da LREF,<sup>18</sup> Fábio Ulhoa Coelho sustenta que

---

<sup>14</sup> Nas palavras de Ecio Perin Júnior: “O empresário em recuperação judicial não perde a livre administração e disposição de seus bens, como ocorre com o falido. Ao contrário, continua a dispor livremente de seus bens para que seja possível o pagamento de seu passivo e consequente recuperação da empresa, inclusive sendo mantido na condução da atividade empresarial, sob fiscalização do Comitê de Credores, conforme dispõe o art. 64 [...]” (PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 364).

<sup>15</sup> Segundo Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli: “Diferentemente do quanto ocorre na falência, em que o devedor perde o direito de administrar seus bens e deles dispor (art. 103 da LRF), na recuperação judicial o devedor é mantido na condução da atividade empresarial (art. 64 da LRF). Portanto, os administradores nomeados em conformidade com as regras societárias permanecem com os poderes de apresentação da sociedade devedora. Podem, portanto, praticar todos os atos necessários à consecução do objeto social. Isso porque o objetivo da recuperação judicial não é a liquidação da empresa, por meio de uma execução coletiva, mas sim a sua reestruturação, por meio de uma barganha coletiva que se estabelece com os credores. Com efeito, na recuperação judicial não haverá inabilitação para o exercício da atividade, tampouco a arrecadação de ativos” (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 105-106).

<sup>16</sup> Luciano de Souza Leão Júnior conceitua os atos de administração ordinária: “Na falta de previsão estatutária, entende-se que a administração ordinária inclui a prática de todos os atos necessários à consecução do objeto social para os quais a lei não exige poderes especiais ou autorização expressa. Em contrapartida, são de gestão extraordinária os atos para cuja prática a lei exige poderes especiais. (...) Os atos de disposição de bens, como a venda, promessa de compra e venda, a oneração de bens e a transação, além de outros que exorbitem a administração ordinária (art. 661, §2º, do C. Civil), configuram, em princípio, atos de administração extraordinária. Os atos de disposição ligados ao fim ou ao objeto da companhia e necessários à boa marcha dos negócios sociais, porém, são de administração ordinária” (LEÃO JÚNIOR, Luciano de Souza. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1066).

<sup>17</sup> Esse foi o entendimento adotado pelo Des. Romeu Ricupero na recuperação judicial da Quatro Marcos Ltda, admitindo o arrendamento de imóvel do devedor sem que fosse necessário consultar os credores: “Por sua vez, em seu pronunciamento, o Administrador Judicial reitera seu entendimento de não haver nenhum óbice legal para o arrendamento dos estabelecimentos indicados pela agravada, considerando que o pleito não importava em oneração ou alienação do ativo permanente, não vendo, na hipótese, razão para concordância dos credores ou se aguardar a realização da assembléia-geral, e isso diante da consideração de que a decisão de arrendamento constituiria mero ato de administração da empresa” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0326746-17.2009.8.26.0000, Romeu Ricupero, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 02 mar. 2010).

<sup>18</sup> Art. 35, LREF. A assembleia-geral de credores terá por atribuições deliberar sobre: I – na recuperação judicial: (...) f) qualquer outra matéria que possa afetar os interesses dos credores.

os credores devem ser chamados a se manifestar em apenas alguns poucos casos.<sup>19</sup> Com efeito, se os credores fossem instados a se manifestar antes da prática de atos negociais, o devedor em recuperação estaria fadado à falência.

Conquanto o devedor e os administradores continuem no comando da empresa, é certo que o pedido de recuperação judicial impõe restrições à sua atuação – não há liberdade irrestrita para a prática de todo e qualquer ato. Apenas a título exemplificativo, no contexto das sociedades por ações, Mauricio Moreira Mendonça de Menezes identifica certas limitações à administração e ao exercício do poder de controle decorrentes do pedido de recuperação judicial, dentre as quais se destacam: (i) a perda relativa de poder decisório pelo acionista controlador – o que poderia ser estendido ao empresário, ou ao sócio majoritário, conforme o caso –, (ii) a influência política dos credores, os quais passarão a fiscalizar os atos praticados pelo devedor, e (iii) a restrição ao poder de disposição de bens e direitos do ativo permanente de titularidade do devedor.<sup>20</sup>

Como se pode deduzir, no âmbito do presente trabalho será abordada com profundidade a limitação à alienação de bens integrantes do ativo do devedor em recuperação judicial, sempre tendo em vista o objetivo da Lei de Recuperação de Empresas e Falência: o soerguimento do devedor e a superação da crise econômico-financeira. Esse objetivo está claramente delineado no art. 47 da lei, norma da qual se extrai o princípio da preservação da empresa, princípio norteador do regime de recuperação judicial e que será tratado a seguir.

## **1.2. O princípio da preservação da empresa introduzido pela Lei nº 11.101/2005**

De início, é importante trazer o conceito de princípio, a fim de que se possa compreender o alcance do princípio da preservação da empresa. Tanto princípios como regras são considerados normas, pois ambos expressam o que deve ser.<sup>21</sup> Para trazer o conceito de princípios e sua distinção quanto às regras, é necessário apresentar o ensinamento de Robert Alexy:

O ponto decisivo na distinção entre regras e princípios é que princípios são normas que ordenam que algo seja realizado na maior medida possível dentro

---

<sup>19</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 140.

<sup>20</sup> MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. *O poder de controle nas companhias em recuperação judicial*. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 129.

<sup>21</sup> ALEXY, Robert. *Teoria dos direitos fundamentais*. Tradução de Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 87.

das possibilidades jurídicas e fáticas existentes. Princípios são, por conseguinte, mandamentos de otimização, que são caracterizados por poderem ser satisfeitos em graus variados e pelo fato de que a medida devida de sua satisfação não depende somente das possibilidades fáticas, mas também das possibilidades jurídicas. O âmbito das possibilidades jurídicas é determinado pelos princípios e regras colidentes.

Já as regras são normas que são sempre ou satisfeitas ou não satisfeitas. Se uma regra vale, então, deve se fazer exatamente aquilo que ela exige; nem mais, nem menos. Regras contêm, portanto, determinações no âmbito daquilo que é fática e juridicamente possível. Isso significa que a distinção entre regras e princípios é uma distinção qualitativa, e não uma distinção de grau. Toda norma é ou uma regra ou um princípio.<sup>22</sup>

É dizer, o princípio como mandamento de otimização pode ser satisfeito em diferentes graus, levando-se em consideração as possibilidades fáticas e jurídicas existentes em um determinado caso concreto. De acordo com Luís Virgílio Afonso da Silva: “Regras expressam deveres definitivos e são aplicadas por meio de subsunção. Princípios expressam deveres *prima facie*, cujo conteúdo definitivo somente é fixado após sopesamento com princípios colidentes”.<sup>23</sup> Além disso, os princípios podem ter uma função de interpretação das regras, conforme entendimento de Fábio Ulhoa Coelho: “Caracteriza-os a extensa proporção de seu âmbito de incidência, de modo a servirem de elementos informadores da interpretação das demais normas jurídicas e à solução de lacunas”.<sup>24</sup>

Nesse contexto, convém mencionar a importância que os princípios possuem para a Lei nº 11.101/2005. Durante sua gênese, o Senador Ramez Tebet elaborou o Parecer nº 534/2004 no âmbito da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado e elencou o princípio da preservação da empresa como orientador da elaboração da nova Lei de Recuperação de Empresas e Falência, inicialmente o Projeto de Lei nº 4.376/1993, e posteriormente denominado Projeto de Lei da Câmara nº 71/2003:

Preservação da empresa: em razão de sua função social, a empresa deve ser preservada sempre que possível, pois gera riqueza econômica e cria emprego e renda, contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento social do País. Além disso, a extinção da empresa provoca a perda do agregado econômico representado pelos chamados “intangíveis”, como nome, ponto comercial, reputação, marcas, clientela, rede de fornecedores, *know-how*, treinamento, perspectiva de lucro futuro, entre outros.<sup>25</sup>

<sup>22</sup> ALEXY, Robert. *Teoria dos direitos fundamentais*. Tradução de Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 90-91.

<sup>23</sup> SILVA, Luís Virgílio Afonso da. O proporcional e o razoável. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 798, p. 23-50, abr. 2002.

<sup>24</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Princípios do direito comercial: com anotações ao projeto de código comercial*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 13.

<sup>25</sup> TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933>>. Acesso em 17 fev. 2018.

Com a edição da Lei nº 11.101/2005, o art. 47 tornou-se a sede normativa do princípio da preservação da empresa.<sup>26</sup> Por meio deste princípio, busca-se garantir a sobrevivência da atividade econômica, em favor da coletividade de credores, trabalhadores e demais *stakeholders*,<sup>27</sup> ainda que o empresário, a administração da empresa, o sócio majoritário ou o acionista controlador não continuem à frente do negócio. Ao sopesar a continuidade da empresa com os demais interesses que gravitam a seu redor, a tendência é que o operador do direito confira a maior efetividade possível ao princípio da preservação da empresa – seguindo-se a lógica de que princípios são mandamentos de otimização. Assim, pretende-se assegurar os interesses sociais e adotar a solução da liquidação dos ativos do devedor em recuperação apenas em caso de inviabilidade econômica da empresa.<sup>28-29</sup>

Manoel Justino Bezerra Filho chega ao ponto de graduar os interesses da recuperação, colocando a manutenção da empresa como o interesse maior do processo de recuperação.<sup>30</sup> Ainda na doutrina, Ecio Perin Júnior defende a prevalência do interesse social

---

<sup>26</sup> Art. 47, LREF. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

<sup>27</sup> *Stakeholders* são todos aqueles interessados no soerguimento da empresa.

<sup>28</sup> Na lição de Ecio Perin Júnior: “Sem dúvida, o princípio da preservação da empresa encontra apreciação de fundamental importância no campo do direito falimentar, possibilitando ao seu operador proteger os interesses sociais em benefício da comunidade, inclusive garantidos constitucionalmente. É inegável que a sorte da empresa não pode ficar jungida à simples conduta do empresário, como se entre eles houvesse uma relação dominial; a preservação da empresa de fato deve ser um centro autônomo de interesses, cuja intangibilidade deve ser incessantemente perquirida, sem prejuízo da punição e do afastamento do empresário.

Dentro dessa concepção saneadora e recuperatória da empresa, verdadeira pedra angular do direito falimentar contemporâneo, materializado pelo princípio constante no art. 47, a liquidação deve ser considerada como instituto residual, aplicável quando inviáveis as tentativas de saneamento e recuperação da empresa [...]” (PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 409).

<sup>29</sup> De acordo com a lição trazida por Fábio Ulhoa Coelho: “Quando se assenta, juridicamente, o princípio da preservação da empresa, o que se tem em vista é a proteção da atividade econômica, como objeto de direito cuja existência e desenvolvimento interessam não somente ao empresário, ou aos sócios da sociedade empresária, mas a um conjunto bem maior de sujeitos. Na locução identificadora do princípio, ‘empresa’ é conceito de sentido técnico bem específico e preciso. Não se confunde nem com o seu titular (‘empresário’), nem com o lugar em que é explorada (‘estabelecimento empresarial’). O que se busca preservar, na aplicação do princípio da preservação da empresa, é, portanto, a atividade, o empreendimento” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Princípios do direito comercial: com anotações ao projeto de código comercial*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 40).

<sup>30</sup> Segundo o autor: “Por isto mesmo, a Lei, não por acaso, estabelece uma ordem de prioridade nas finalidades que diz perseguir, colocando como primeiro objetivo a ‘manutenção da fonte produtora’, ou seja, a manutenção da atividade empresarial em sua plenitude tanto quanto possível, com o que haverá possibilidade de manter também o ‘emprego dos trabalhadores’. Mantida a sociedade empresária, a atividade empresarial e o trabalho dos empregados, será possível então satisfazer os ‘interesses dos credores’. Esta é a ordem de prioridades que a Lei estabeleceu – o exame abrangente da Lei poderá indicar se o objetivo terá condições de ser alcançado. No entanto, a eficiência da Lei para o fim pretendido só se conhecerá com a prática no tempo, pois a avaliação final é feita pelos resultados efetivamente obtidos” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação e falências comentada*. 12. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017, p. 159). O Min. Fernando Gonçalves se posiciona no



na preservação da empresa em detrimento dos interesses dos credores, valendo-se do princípio da proporcionalidade para ponderar entre o interesse público na continuidade e no soerguimento da empresa e o interesse privado dos credores e demais *stakeholders* em ver satisfeitas as suas pretensões.<sup>31</sup>

Apesar disso, convém enfatizar que o princípio da preservação da empresa não deve ser aplicado de maneira dissociada da realidade, para toda e qualquer situação, de forma a sempre privilegiar o devedor em recuperação, protegendo-o sob o escudo da necessidade de manutenção da fonte produtora, supostamente superior a todos os demais interesses envolvidos no processo. Deve haver uma análise casuística da viabilidade da atividade empresarial, a fim de que somente a empresa economicamente viável seja preservada, e não a empresa inviável. Embora a falência possa ser considerada como um recurso extremo, o instituto tem significativa importância para a eliminação dos negócios fracassados.<sup>32</sup>

O que se vê na prática é a utilização do princípio da preservação da empresa como um canivete suíço, servindo para mil e uma funções, sempre com o objetivo de fundamentar

---

mesmo sentido: “A recuperação judicial tem como finalidade precípua o soerguimento da empresa mediante o cumprimento do plano de recuperação, salvaguardando a atividade econômica e os empregos que ela gera, além de garantir, em última *ratio*, a satisfação dos credores” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 86.594/SP, Fernando Gonçalves, 2ª Seção, 25 jun. 2008).

<sup>31</sup> Na lição de Ecio Perin Júnior: “[...] é fácil notar o papel essencial que a empresa exerce sobre a economia nacional, devendo prevalecer a sua preservação, impondo-se por via de consequência maiores restrições aos direitos dos credores. (...)”

Dessa forma, insistimos que o interesse social envolvido na preservação da empresa deve ser o foco de atenção do aplicador da lei e dos operadores do direito pátrio. Entretanto, não se pode considerar factível a construção de um sistema concursal moderno, sem incluir nele, ainda que como recurso extremo, só utilizável quando qualquer outro tenha fracassado, a figura da falência.

Nessa linha de raciocínio, a Constituição Federal autoriza que a norma infraconstitucional, no caso a Lei n. 11.101/2005, restrinja ou mesmo limite o interesse particular, em determinadas situações (como é o caso da excepcionalidade da empresa em crise), em favor do interesse público. Não seria a supremacia, mas sim a prevalência do interesse público em relação ao interesse privado. Nesse caso, sempre deverá estar presente a observância da proporcionalidade (razoabilidade), vedação ao excesso e preservação do chamado núcleo essencial” (PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 410-411).

<sup>32</sup> Confira-se: “A ideia é que a saúde do mercado, como um todo, depende não apenas da preservação das empresas ‘viáveis’, mas também da retirada, célere e eficaz, daquelas outras que não tenham condições de desenvolver suas atividades. Como acentua Fabio Ulhoa Coelho, ‘as más empresas devem falir, para que as boas não se prejudiquem’, já que o sistema não pode permitir a permanência de empresas inviáveis, pena de se transferir o risco da atividade do empresário para seus credores.

Em análise sob a óptica econômica, Rachel Sztajn enfatiza que nos sistemas de economia de mercado busca-se criar instrumentos que induzam alternativas de maximização da alocação dos recursos existentes ou criados na sociedade, de modo que a empresa somente cumprirá sua função social se puder ser ‘eficiente’, ou seja, capaz de produzir lucro” (PUGLIESI, Adriana Valéria. *Direito falimentar e preservação da empresa*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 26-27).

uma decisão favorável aos interesses do devedor em recuperação, e por diversas vezes prejudicando os interesses dos demais *stakeholders*.

Os juízos espalhados pelo País nos quais tramitam processos de recuperação – na maioria das vezes sem qualquer especialização – não fazem uma análise das repercussões econômicas das suas decisões, muito menos da sua sustentabilidade a longo prazo, apenas se fundamentam genericamente no princípio da preservação da empresa – com pouca importância para a viabilidade de fato da empresa. De acordo com o ensinamento de Adriana Valéria Pugliesi: “Não é demais reforçar que a lei não é capaz de tornar empresa alguma viável, mas apenas cria condições e mecanismos para que, em um ambiente de negociação, a devedora possa superar o estado de crise econômico-financeira em que se encontra”.<sup>33</sup>

De fato, como qualquer outro princípio, o princípio da preservação da empresa deve ser aplicado mediante uma análise do caso concreto, confrontando-se os diferentes interesses envolvidos e conferindo-se a maior efetividade possível ao princípio – solução esta que nem sempre será favorável ao devedor em recuperação. Deve-se, é verdade, buscar a proteção da empresa, mas desde que tenha viabilidade e o potencial de produzir riquezas para a sociedade, com a manutenção de empregos e o pagamento de tributos, por exemplo.

Nessa ordem de ideias, o presente trabalho busca demonstrar como o contrato de *stalking horse* pode ser usado para proporcionar a valorização dos ativos alienados no curso de um processo de recuperação judicial, consequentemente dando maior efetividade ao princípio da preservação da empresa ao mesmo tempo em que se satisfaz, ao máximo, os interesses dos empregados, dos credores e dos demais *stakeholders*.

Para tanto, é necessário primeiro expor as modalidades de alienação dos ativos no curso do processo de recuperação judicial e suas peculiaridades – o que se passa a expor nos itens seguintes.

### **1.3. A alienação de unidades produtivas isoladas na recuperação judicial (art. 60, Lei nº 11.101/2005)**

O devedor em recuperação judicial pode explorar diversas formas de soerguimento da sua atividade, embora o art. 50 da LREF preveja um rol exemplificativo de meios de recuperação. Assim, é possível que o plano de recuperação estipule a mudança nas condições de pagamento dos créditos sujeitos à recuperação (art. 50, I e XII, LREF), com o alongamento

---

<sup>33</sup> PUGLIESI, Adriana Valéria. *Direito falimentar e preservação da empresa*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 29.

dos prazos de pagamento, a redução das taxas de juros eventualmente incidentes e, principalmente, o deságio sobre o valor de face dos créditos – o conhecido *haircut*. Esse é o meio de recuperação mais comum e mais utilizado, com o objetivo de equacionar a dívida e criar um plano de pagamento que se adeque à receita do devedor em recuperação.

Não somente isso, o plano de recuperação pode estabelecer a venda de ativos que não são aproveitados pelo devedor ou são subutilizados (art. 50, XI, LREF). A alienação desses bens – salas comerciais ou veículos, por exemplo – pode servir para otimizar a atividade empresarial, direcionando os novos recursos em caixa para a atividade principal e mais rentável do devedor, e evitando o dispêndio de valores para a conservação e a manutenção de bens desnecessários para a empresa. Por se tratar da venda de bens individualmente considerados, o valor de alienação pode ser inferior ao valor dos bens organizados e afetados a uma atividade, como ocorre com o estabelecimento empresarial.

O estabelecimento empresarial consiste em um conjunto organizado de bens voltado para o exercício da empresa, a exemplo dos bens corpóreos e incorpóreos, móveis e imóveis. Fábio Tokars retoma a noção de funcionalização do complexo de bens integrantes do estabelecimento empresarial: “Para que o estabelecimento exista como unidade funcional, faz-se necessária a reunião de elementos de diversas naturezas, numa composição que varia de acordo com as peculiaridades inerentes a cada atividade empresarial”.<sup>34</sup> Nesse contexto, vale apresentar a magistral lição de Waldemar Martins Ferreira:

Tanto a pessoa natural, quanto a pessoa jurídica, ingressam, dessarte, no mundo dos negócios, com patrimônio adequado ao seu exercício. Fixam-se no espaço, adquirindo ou locando o prédio, quando não parte dele, que venha a ser o local, a sede onde se instale o meio e o instrumento da sua função medianeira. Preparam-no convenientemente, dotando-o do mobiliário e das instalações propícias. Celebram-se, para isso, os contratos de compra ou de arrendamento do prédio. Situa-se o ponto do negócio. Armações. Balcões. Mostruários. Máquinas de contabilidade e de outras usanças. Pesos e medidas. Utensílios de toda a sorte. Mercadorias. Nominaliza-se o acervo constituindo. Ajustam-se prepostos, efetuando contratos de emprego ou de preposição mercantil. Distribuem-se entre eles atribuições e encargos. Obtêm-se as devidas licenças municipais. Fazem-se os registros nas repartições arrecadoras estaduais ou federais. Rubricam-se os livros de contabilidade e os exigidos pelo fisco. Inscreve-se a firma. Faz-se a publicidade reclamada pelos usos e estilos. Entra o comerciante, pessoa natural ou jurídica, a praticar as providências para o exercício de sua atividade, desde os primeiros instantes acionada. Abertas as portas, posto o patrimônio, assim formado, em movimento, ele se transfigura. Erige-se em estabelecimento.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> TOKARS, Fábio. *Estabelecimento empresarial*. São Paulo: LTr, 2006, p. 58.

<sup>35</sup> FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de direito comercial*. v. 6. São Paulo: Saraiva, 1962, p. 6.

Como complexo organizado de bens com uma finalidade produtiva, o estabelecimento empresarial possui um sobrevalor denominado aviamento. O aviamento consiste na capacidade da empresa de produzir lucros, com fundamento na reunião de diversos fatores. De acordo com Sebastião José Roque, o aviamento é “o complexo de fatores corpóreos e incorpóreos, de fatores pessoais e mercadológicos que, reunidos, dão à empresa a aptidão de funcionar de forma produtiva”.<sup>36</sup> Vale mencionar que integram o aviamento, entre outros fatores: (i) o quadro de pessoal bem treinado e eficiente, com administradores capacitados; (ii) os produtos de boa qualidade ou os bons serviços prestados; (iii) a localização de fácil acesso e próxima de seu público (o ponto empresarial); (iv) a clientela firme e constante; (v) o crédito e o conceito do empresário perante a coletividade; e (vi) a atividade empresarial bem organizada.<sup>37</sup>

O art. 1.142 do CC admite a alienação do estabelecimento empresarial por meio do contrato de trespasse. No âmbito da recuperação judicial, o art. 50 prevê em seu inciso VII o “trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados”. É esse meio de recuperação que viabiliza a alienação ou o arrendamento de unidades produtivas isoladas (UPI), expressamente mencionada pelo art. 60 da LREF.<sup>38</sup> A noção de unidade produtiva se identifica com o estabelecimento empresarial ou filial passíveis de segregação do patrimônio principal do devedor.<sup>39</sup>

Por certo, a alienação de unidades produtivas, ou o trespasse de estabelecimentos empresariais, conforme a previsão do Código Civil, pode ser mais relevante do ponto de vista

---

<sup>36</sup> ROQUE, Sebastião José. *Tratado de direito empresarial*. São Paulo: Ícone, 2003, p. 211.

<sup>37</sup> No entendimento de Oscar Barreto Filho, o aviamento consiste na razão de ser da tutela que o ordenamento jurídico confere ao estabelecimento. Do ponto de vista econômico, o aviamento é o resultado da relação entre todos os empresários que concorrem em um mesmo mercado, o que pode ocasionar uma maior ou uma menor expectativa de lucros futuros – mesmo assim, a toda empresa corresponde um aviamento, independentemente dos demais empresários concorrentes (BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 169).

<sup>38</sup> Veja-se: “Um dos meios de recuperação judicial mais importantes consiste na alienação ou arrendamento de unidades produtivas isoladas, previsto no art. 50, VII, da LRF. Apesar de a Lei 11.101/2005 referir-se a esse meio de recuperação como sendo o trespasse de estabelecimento da empresa devedora, deve-se distinguir com muita clareza a sua disciplina legal daquela outra que trata da venda de estabelecimento fora da recuperação judicial” (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 233).

<sup>39</sup> Na lição de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Bruno Poppa: “A expressão unidade produtiva isolada, utilizada pela LRE, indica todos os requisitos para ser reconhecida como estabelecimento: a unidade do estabelecimento é exprimida pelo complexo de bens que o forma, jungidos sob uma comum destinação, que é a atividade produtiva, atributo da empresa. Isolada, por sua vez, parece indicar que se trata de um estabelecimento que seja distinto, ou segregável, do principal [...]” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. In: \_\_\_\_\_; SATIRO, Francisco (Coord.). *Direito das empresas em crise: problemas e soluções*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 277).

econômico do que a venda individual dos bens que compõem o estabelecimento. Assim, admite-se que o devedor em recuperação destaque filiais ou polos industriais – os quais, por si sós, podem ser considerados estabelecimentos empresariais distintos – e os coloque à venda como forma de levantar recursos para a continuidade da atividade empresarial e o pagamento dos credores na forma estabelecida no plano de recuperação.

Tal como ocorre com o trespasse do estabelecimento, o §3º do art. 140 da LREF também se aplica ao processo de recuperação judicial e permite a transferência de contratos ao terceiro adquirente da unidade produtiva, de modo a garantir o funcionamento do estabelecimento adquirido – caso contrário, a atividade empresarial em exercício no estabelecimento seria suspensa até a celebração de novos contratos.<sup>40</sup>

A venda de unidades produtivas isoladas, por certo, pode ser um importante meio de recuperação para o devedor. Por vezes, o caminho para a recuperação da empresa pode exigir a concentração dos esforços do empresário e da administração da sociedade empresária nos negócios mais lucrativos, e a conseqüente venda dos empreendimentos deficitários ou que simplesmente não trazem os melhores retornos financeiros. O devedor em recuperação continua com a atividade principal, enquanto negócios acessórios e menos importantes são vendidos a terceiros que tenham interesse em assumir tal atividade.

Na prática, é possível que a alienação da unidade produtiva represente a transferência da maior parte da atividade empresarial do devedor, remanescendo uma pequena parcela sob a gestão do empresário e da administração da sociedade empresária – se isso for necessário para o saneamento do mercado e a sobrevivência tanto do devedor em recuperação como do estabelecimento empresarial alienado, tal medida pode ser considerada louvável. No entanto, uma questão é objeto de controvérsia na doutrina e na jurisprudência: seria possível a transferência da totalidade da atividade empresarial por meio da alienação de unidade produtiva isolada? Ou tal operação poderia ser considerada uma burla ao procedimento adequado de liquidação da sociedade empresária?

A discussão se torna relevante, pois a alienação de unidades produtivas na forma do plano de recuperação judicial não importa na sucessão do adquirente nas obrigações do alienante – como ocorre com o trespasse do estabelecimento empresarial fora do regime da recuperação e da falência. Por ora, a questão da sucessão e suas peculiaridades não será

---

<sup>40</sup> De acordo com Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli: “Em segundo lugar, em caso de alienação de unidade produtiva isolada, deverá incidir a norma do art. 140, §3º, que prevê a alienação de ‘conjunto de determinados bens necessários à operação rentável da unidade de produção, que poderá compreender a transferência de contratos específicos’” (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 236).

aprofundada – o que se reserva para um momento futuro do presente trabalho –, basta saber que o adquirente da unidade produtiva isolada não responderá pelas dívidas decorrentes do estabelecimento adquirido e que tenham sido contraídas pelo devedor em recuperação.

Por um lado, Fábio Ulhoa Coelho sustenta que a alienação deve dizer respeito a "filiais" ou "unidades produtivas isoladas", e não à totalidade dos estabelecimentos do devedor em recuperação. Esse foi o entendimento do autor no parecer juntado aos autos de execução proposta por um credor não sujeito à recuperação – titular de adiantamento sobre contrato de câmbio – em face da JBS S/A, adquirente da totalidade dos ativos do Frigorífico Independência, realizada nos termos do plano de recuperação judicial do alienante.<sup>41</sup>

Na execução na qual fora juntado este parecer, nos termos do acórdão relatado pelo Des. Gilberto dos Santos, a 11ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP) acolheu o entendimento do autor e parecerista, reconhecendo a sucessão do adquirente nas obrigações do alienante na hipótese em que ocorre a venda da integralidade da empresa.<sup>42</sup>

De acordo com Jorge Lobo, a alienação da totalidade da empresa afastaria a regra que isenta o adquirente de responsabilidade perante as obrigações do alienante (art. 60,

---

<sup>41</sup> Veja-se o seguinte trecho do parecer: “Convém, a propósito, destacar que a LF não prevê a venda de todo o ativo do devedor como meio de recuperação. O referido inciso do art. 50 da LF fala, claramente, em venda parcial dos bens. Claro, porque a venda de todos os bens do devedor é medida de liquidação da empresa, e não de sua recuperação ou preservação. (...)”

O conceito de ‘filial’ é conhecido e não desperta maiores discussões. Já o de ‘unidade produtiva isolada’ é conceito criado especificamente pelo art. 60 da LF. Tem-se discutido, na doutrina e jurisprudência, o significado do novo conceito. Uma coisa, porém, é inquestionável: quando o legislador falou em ‘unidade produtiva’ e a qualificou como ‘isolada’, certamente ele descartou a hipótese de alienação de ‘todos os estabelecimentos’ do devedor em recuperação. Se é ‘unidade’ e é ‘isolada’, não há como referir-se à totalidade dos estabelecimentos do devedor, tampouco à significativa maioria deles (todos menos um, por exemplo)” (Parecer juntado aos autos da AC nº 1039943-13.2014.8.26.0100, em trâmite perante a 11ª Câmara de Direito Privado do TJSP, às fls. 2747/2788).

<sup>42</sup> Confira-se o seguinte trecho do voto do relator: “As tentativas de exclusão dessa responsabilidade por parte do apelante, quais sejam, as de que ele adquiriu os estabelecimentos do BNY Mellon e não do devedor original, ou que a alienação em questão estaria imune ao passivo por conta do disposto nos arts. 60, par. ún., 141, II e 144 da Lei nº 11.101/2005, não merecem acolhida, *data venia*.”

Em linha de saída, a disposição do art. 60 da Lei nº 11.101/2005 se reporta à alienação judicial de filiais ou de unidade produtivas isoladas do devedor e não à totalidade da empresa ou do negócio, mormente sem o pagamento dos credores legítimos” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 1039943-13.2014.8.26.0100, Gilberto dos Santos, 11ª Câmara de Direito Privado, 23 mar. 2017).

parágrafo único, LREF), aplicando-se as regras gerais a respeito da sucessão no trespasse do estabelecimento empresarial.<sup>43-44</sup>

E por outro lado, na recuperação judicial dos Supermercados Gimenes, em trâmite perante o TJSP, o plano de recuperação previa a alienação de todos os estabelecimentos empresariais, restando ao devedor em recuperação apenas a prestação de serviços de logística e de distribuição. Ao analisar a validade do plano, o Des. Romeu Ricupero, integrante da Câmara Reservada à Falência e Recuperação, entendeu que a aprovação dos credores seria suficiente para autorizar a alienação da unidade produtiva isolada nos termos do art. 60 da LREF, sem necessidade de análise da operação pelo juiz.<sup>45</sup>

Em doutrina, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Bruno Poppa questionam se a alienação da totalidade da atividade empresarial do devedor em recuperação não seria mais benéfica do que a sua liquidação por meio do processo de falência. Segundo os autores:

Diante do princípio da preservação da empresa, se em determinada hipótese a alienação da empresa como um todo se apresenta como alternativa efetiva de recuperação – não raro a única –, bem como a forma mais eficiente para se pagar os credores, negar a blindagem do art. 60 nessa hipótese, e impedir, com isso, que se realize, não seria ir contra a *voluntas legis*? Não é, afinal, o sentido desse dispositivo, e da própria LRE, viabilizar a recuperação da empresa? E não são os motivos que fundamentam o trespasse de unidade produtiva isolada

<sup>43</sup> Segundo o autor: “Se, todavia, qualquer requisito legal não tiver sido preenchido, como, por exemplo, se a alienação não tiver sido de estabelecimento, mas da empresa, de seu *core business*, ou se a aprovação do plano de recuperação contiver vícios formais, materiais ou ambos, ou, ainda, se houver sido preterida qualquer das formalidades essenciais do art. 142, em especial as prescritas no seu § 1º, há sucessão universal e deve-se aplicar, quando se tratar de obrigações e dívidas em geral, o regime instituído pelo art. 1.146 do Código Civil; quando versar sobre obrigações tributárias, o art. 133 do CTN, e sobre obrigações trabalhistas, os arts. 10 e 448 da CLT.

A razão, frise-se, é simples e decorre de consagrado cânone de hermenêutica jurídica: as disposições excepcionais, que criam privilégio – como o do parágrafo único do art. 60 – interpretam-se restritivamente desde os romanos, que ensinaram há milênios: *exceptiones sunt strictissimae interpretationis* (‘interpretam-se as exceções estritissimamente’)” (LOBO, Jorge. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 257-258).

<sup>44</sup> Essa mesma linha de pensamento é adotada por Marcelo Papaléo de Souza: “Segundo o previsto no art. 60, parágrafo único da LRF, o objeto da alienação em recuperação judicial estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive tributárias.

A primeira situação a ser considerada é a de alienação da ‘empresa’ (atividade como um todo), e não de unidade produtiva ou filial, mesmo que tal fato tenha sido decorrente do processo de recuperação judicial. Nessa hipótese, não pode prevalecer o contido no art. 60, parágrafo único da LRF, pois contraria previsão legal. Quando houver alienação total do patrimônio, não há reestruturação do devedor, mas sim transferência do patrimônio a terceiro. Nessa situação, mesmo que tenha sido procedida através do processo de recuperação judicial, deverão ser aplicadas as regras do Código Civil ou da CLT” (SOUZA, Marcelo Papaléo de. *A recuperação judicial e os direitos fundamentais trabalhistas*. São Paulo: Atlas, 2015, p. 128).

<sup>45</sup> Vale transcrever a ementa do julgado: “Recuperação judicial. Concessão. Inviabilidade do plano, que albergaria verdadeira liquidação do patrimônio. Entretanto, como tem decidido a Câmara Especial, essa é matéria a ser deslindada pelos credores, em assembléia, e jamais pelo juiz, que não tem o direito, na nova lei, de deixar de homologar o plano aprovado pelos credores, sobretudo e unicamente sob o argumento de que o mesmo é inviável. Agravo de instrumento não provido” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0319232-13.2009.8.26.0000, Romeu Ricupero, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 23 fev. 2010).

filial os mesmos que justificariam o mesmo regime também na alienação de toda a empresa?

Por qual razão deveria uma empresa ir à falência, e enfrentar todo o estigma disso decorrente, para lograr efetuar a alienação de seu estabelecimento único sem o risco de sucessão (como expressamente autoriza o art. 141, ao contrário do art. 60)? Por que só a falência, e não um plano de recuperação, poderia dar os instrumentos para que, nessa importante hipótese, a atividade empresarial fosse recuperada através do *trespasse*? Não seria um contrassenso?<sup>46</sup>

Partindo dessas indagações, os autores concluem que, mesmo nos casos em que a alienação da unidade produtiva implique no quase total esvaziamento patrimonial do devedor, ela pode ser considerada um meio de recuperação, desde que uma pequena parcela da atividade empresarial continue a ser empreendida pelo devedor – de forma viável, é importante dizer.<sup>47</sup> Adotando a mesma linha de raciocínio, Luiz Fernando Valente de Paiva e Giuliano Colombo entendem que a alienação de unidade produtiva isolada (livre de sucessão) que envolva a integralidade ou parte significativa dos ativos do devedor está alinhada aos propósitos da lei e ao princípio da preservação da empresa.<sup>48</sup> Vale dizer que na experiência norte-americana –

---

<sup>46</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. In: \_\_\_\_\_; SATIRO, Francisco (Coord.). *Direito das empresas em crise: problemas e soluções*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 280-281.

<sup>47</sup> Ainda de acordo com Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Bruno Poppa: “Veja-se que o debate é complexo: para se reconhecer o *trespasse* do estabelecimento, na hipótese do art. 60, como uma liquidação disfarçada, não basta investigar apenas se a unidade produtiva isolada é todo ou quase todo o patrimônio do devedor, ou se restaram bens suficientes para solução das dívidas não sujeitas à recuperação. Por uma conjugação de fatores, poderá haver casos em que, ainda que a alienação da unidade produtiva isolada implique no quase total esvaziamento patrimonial do devedor, ela pode ser um meio de recuperação regular se restar uma atividade econômica remanescente viável, que seja capaz de gerar valor suficiente à solução desses débitos. E, nesse caso, ainda que a recuperação judicial tenha marcante caráter liquidatário, não se justifica que se abra a falência na medida em que o processo recuperatório atingirá as finalidades visadas pelo legislador, preservando a empresa e reinserindo-a no mercado” (Ibid., p. 288-289).

<sup>48</sup> No entendimento dos autores: “Em certos casos, consideradas a natureza e as peculiaridades das atividades empresariais do devedor em recuperação judicial, deve-se compreender e admitir que a UPI possa envolver todos ou parte significativa dos seus ativos. De fato, há atividades em que a alienação de seus ativos não pode ser fatiada. Vale mais ou só tem valor e viabilidade como uma unidade. Nessas hipóteses, não se vislumbra impedimento para que a alienação de UPI também ocorra livre de ônus e sucessão do arrematante, ainda que o devedor em recuperação judicial fique com uma atividade residual restrita ou venha a ser posteriormente liquidado após a distribuição de recursos aos seus credores na forma do plano de recuperação judicial.

De um lado, sabe-se que o processo de falência tende a ser mais demorado e socialmente traumático. A venda de ativos pode ser procrastinada, em detrimento da viabilidade e da continuidade do *going concern* empresarial. De outro lado, repita-se que o espírito da LFR é a preservação da empresa e da atividade empresarial, em falência ou recuperação judicial. Não se busca proteger o empresário, sócio do devedor em recuperação judicial.

Nessa ordem de ideias, observadas as circunstâncias de cada caso concreto, parece mais lógico, eficiente e alinhado com o espírito da LFR permitir e viabilizar a realização de operações de alienação – livre de sucessão – de UPIs que envolvam a integralidade ou parte significativa dos ativos do devedor, preservando-se a atividade empresarial nas mãos de outros empresários, como se verifica na experiência de outras jurisdições, especialmente dos Estados Unidos da América, em casos de destaque como General Motors e Lehman Brothers” (PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. *Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades*. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 274).



fonte de inspiração para a legislação falimentar brasileira – é comum que se utilize do processo de reorganização (*bankruptcy reorganization*) para a alienação da empresa como um todo, em vez do processo de liquidação (*bankruptcy liquidation*).<sup>49</sup>

O problema na venda da integralidade, ou da quase integralidade, dos ativos do devedor em recuperação na forma de unidade produtiva não diz respeito aos credores sujeitos aos efeitos do plano de recuperação e que o aprovaram: os maiores prejudicados com a liquidação da atividade empresarial por meio dessa operação são os credores não sujeitos à recuperação, que recebem os seus créditos na forma inicialmente contratada ou pelos meios normais de cobrança judicial – são, por exemplo, os créditos com garantia fiduciária ou os créditos tributários. Tais credores não possuem direito de voto na deliberação sobre o plano de recuperação – a não ser que aceitem ser abrangidos pelo plano, o que não é uma opção para os créditos tributários, por exemplo, de titularidade da Fazenda Pública –, e não têm qualquer garantia de que o cumprimento do plano de recuperação, por si só, ou em conjunto com a continuidade de uma pequena parcela da atividade empresarial, será suficiente para a satisfação de seus créditos.<sup>50</sup>

Na hipótese em que o plano de recuperação e o planejamento para a reestruturação da empresa prevê não somente o pagamento dos credores sujeitos, mas também o adimplemento das dívidas não sujeitas, não haveria trapaça ao regime adequado de liquidação – todos os credores teriam seus direitos respeitados. Por outro lado, caso os créditos não sujeitos à recuperação sejam desconsiderados pelo plano de recuperação e não haja previsão de recursos para o seu pagamento no planejamento do devedor, poder-se-ia cogitar de uma tentativa de fuga do regime de liquidação previsto para tal hipótese: a falência.

---

<sup>49</sup> Por todos: WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The law of debtors and creditors: text, cases and problems*. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009, p. 387-388.

<sup>50</sup> De acordo com Cássio Cavalli, haveria uma liberação da dívida não sujeita, mesmo sem previsão legal ou contratual: “A estratégia mais adotada para credores sujeitos à recuperação obterem preferência sobre credores que são favorecidos na falência consiste em apresentar plano de recuperação judicial que preveja a venda de UPI a terceiro. Neste caso, o veículo em recuperação obtém maximizar o valor de seus ativos mediante a venda de UPI pelo valor de *going concern*. Entretanto, feita a venda, a pessoa jurídica em recuperação não terá mais outra fonte de obtenção de valor para pagar o saldo do que deve a seus credores. A forma de alienação, ademais, pode envolver a conversão das dívidas sujeitas em *equity* no novo veículo adquirente da UPI. Nesse caso, a maximização de valor é mantida, ao mesmo tempo em que se assegura aos credores sujeitos exclusividade no recebimento de valores, ou seja, uma manifesta preferência patrimonial em relação aos credores não sujeitos à recuperação judicial, que são deixados para trás. Com efeito, a venda de UPI afirma-se como o mecanismo por excelência para reestruturar créditos não reestruturáveis, pois dela resulta um *discharge* – isto é, uma liberação de dívida – de fato” (CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência: estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 126).

Contudo, não se pode perder de vista o objetivo da lei em garantir ao adquirente a ausência de sucessão nas dívidas do alienante em recuperação judicial: obter a maior oferta possível pela unidade produtiva e maximizar a injeção de recursos no processo de recuperação.<sup>51</sup> Caso contrário, haveria um enorme desestímulo ao alienante em vender os ativos – ainda que correspondentes a toda sua atividade empresarial –, já que a possibilidade de o adquirente se tornar responsável por suas dívidas afastaria o interesse de eventuais compradores ou reduziria o preço de aquisição da unidade produtiva isolada.

A solução para o problema não pode ser punir o adquirente de boa-fé, sob pena de gerar enorme insegurança jurídica, ainda mais depois da aprovação da operação pelos credores e da confirmação pelo juízo da recuperação. Na hipótese em que o devedor se utiliza da recuperação judicial para realizar uma liquidação disfarçada e se esquivar de satisfazer os credores não sujeitos, tais credores devem se voltar contra aqueles que escolheram o processo de recuperação quando deveriam ter escolhido a autofalência: o empresário, o titular da EIRELI, os administradores da sociedade empresária, o sócio majoritário da sociedade limitada e o acionista controlador da sociedade por ações.<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> Mais uma vez, vale transcrever a lição de Cássio Cavalli, para quem a alienação da integralidade da empresa seria possível, na medida em que permite a maximização do valor dos ativos (o que não aconteceria em uma liquidação dos bens individualmente considerados): “Parte da literatura (...) insurgiu-se contra a prática da venda de UPI como mecanismo dominante na reestruturação. Ao menos quando tal expediente é adotado com o propósito de realizar-se o que se tem chamado de liquidação ordenada da empresa. A expressão, de fato, não é a melhor para designar a venda do conjunto de ativos operacionais, uma vez que, se o valor de venda é calculado como valor *going concern*, não há propriamente liquidação, que resultaria da venda fragmentada dos ativos. Melhor seria falar-se em venda de ativos operacionais pelo valor de *going concern*. No entanto, a literatura não critica a terminologia empregada, mas o fato de que a liquidação ordenada da empresa, de um lado, impossibilitaria a reestruturação do devedor (isto é, de veículo societário devedor), à medida que, após a venda, (i) não restariam mais ativos ou valor de *going concern* para pagar os credores da empresa devedora, o que configuraria fraude a credores que não receberiam a integralidade do valor de seu crédito; e que (ii) a empresa devedora não teria se recuperado, pois, uma vez alienados seus ativos, não restaria outra opção que não a falência. Ambos os fundamentos da crítica são, a meu juízo, equivocados. Quanto a (i), o valor da venda da UPI é calculado enquanto *going concern*, de modo que (sendo o valor de *going concern* superior ao valor de liquidação) a recuperação judicial obtém maximizar o valor dos ativos do devedor. Com isso, alcançou aos interessados nos ativos do devedor o maior valor possível, ainda que não seja o suficiente para solver a integralidade de suas dívidas. Dito de outra forma, assim como não se pode extrair leite de pedra, não há como extrair de uma empresa valor maior do que o resultante de sua venda como *going concern*. Quanto a (ii), a crítica confunde recuperar devedor com recuperar empresa. O objetivo da LRF é recuperar empresas, com o que promove, a um só tempo, o interesse dos credores e dos *stakeholders* interessados na manutenção da operação. A reestruturação da empresa mediante a venda de UPI obtém alcançar esses dois objetivos, pois (i) maximiza o valor da empresa e, portanto, o valor de recuperação de crédito de credores presentes, e (ii) dá continuidade à operação, com o que protege os interesses de empregados, fornecedores e demais *stakeholders* interessados na continuidade da operação” (CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência: estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 114-115).

<sup>52</sup> Segundo Marcelo Barbosa Sacramone: “Decerto a alienação do estabelecimento empresarial não pode ser realizada como um modo de liquidação ordinária de bens, o qual é exclusivo da falência, procedimento concursal que implica a inclusão de todos os créditos conforme uma ordem legal de pagamento.

Diante desse contexto, na alienação de unidades produtivas que representem a maior parte ou a totalidade da atividade do devedor, deve-se analisar se o plano de recuperação apresenta uma solução de pagamento não somente dos credores a ele sujeitos, mas também dos credores não sujeitos.

Isso porque a relevância da discussão em torno da possibilidade de venda integral da empresa – e de possível burla ao regime da falência – diz respeito à satisfação dos credores não abrangidos pelo plano: (i) se os credores não sujeitos forem pagos com a alienação da unidade produtiva isolada ou em razão do planejamento previsto no plano de recuperação, não haveria necessidade de responsabilizar o devedor e sua administração por não ter optado pela autofalência; (ii) a mesma lógica se aplicaria para a hipótese remota de não existirem credores não sujeitos; e (iii) se o plano não oferecer uma solução aos credores não sujeitos, os credores prejudicados poderiam buscar a responsabilização do devedor e de sua administração com fundamento na legislação específica do tipo societário (a exemplo do art. 159, §7º da Lei das S/A). Em qualquer caso, não haveria que se falar em sucessão do adquirente de boa-fé nas dívidas do alienante, isso por certo traria insegurança jurídica para a alienação de unidades produtivas na recuperação judicial e teria o potencial para fazer todo o sistema desmoronar.

Dito isso, passa-se a analisar outra hipótese de venda (e de oneração) de ativos na recuperação judicial, dessa vez, sem previsão específica no plano de recuperação judicial e realizada no curso do processo, desde que presentes certos requisitos legais.

#### **1.4. A alienação e a oneração de ativos no curso da recuperação judicial (art. 66, Lei nº 11.101/2005)**

Após o pedido de recuperação judicial, é possível – senão provável – que o devedor necessite de recursos para financiar a sua atividade, seja para o pagamento de despesas

---

Por seu turno, os meios de recuperação judicial, entre os quais a alienação do estabelecimento empresarial, pressupõem a tentativa de reestruturação da atividade do devedor para que se desenvolva regularmente. Nesse contexto, nada impediria que o empresário devedor pretendesse a alienação de seu único estabelecimento empresarial como meio para obter capital para o desenvolvimento de sua atividade em outro local ou com outros bens e de modo a manter seu faturamento a ser utilizado para o pagamento dos credores não sujeitos.

As hipóteses de fraude devem ser avaliadas no caso a caso, em que as alienações judiciais são realizadas como simples forma de liquidação de bens. Contudo, mesmo nesses casos, não se poderia alegar que o adquirente de boa-fé seria responsável pelas obrigações da recuperanda. Isso porque a aquisição foi de estabelecimento empresarial e impossível ao adquirente perquirir a real intenção do alienante, sob pena de se comprometer toda a alienação dos bens na recuperação judicial. Nessa situação, resta a responsabilização dos administradores da pessoa jurídica ou do próprio empresário individual de responsabilidade ilimitada pelos prejuízos causados pelo ato ilegal, inclusive mediante responsabilidade criminal (art. 168)” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 270).

correntes, seja para a realização de investimentos que maximizem a eficiência da empresa. Como se disse anteriormente, o devedor pode utilizar as modalidades ordinárias de financiamento, como o aumento de capital ou a contratação de mútuo. No primeiro caso, é importante que o empresário, o titular da EIRELI, os sócios ou os acionistas estejam engajados na recuperação da empresa, caso contrário, um aumento de capital não seria viável. No segundo caso, a contratação de um empréstimo demandaria da instituição financeira o provisionamento da totalidade do montante disponibilizado, o que importaria em altas taxas de juros e a exigência de oneração de ativos do devedor, de modo a garantir o adimplemento do mútuo.

Ao devedor também resta a modalidade extraordinária de financiamento por meio da venda dos próprios ativos. A necessidade de recursos pode ser tão grande no início do processo de recuperação judicial a ponto de levar o devedor à medida extrema de alienar bens simplesmente para obter o capital indispensável para o pagamento de despesas correntes do dia-a-dia – como alugueis, folha salarial, contas de utilidades e serviços públicos e gastos com fornecedores. De outro lado, o devedor pode implantar um plano de negócios que tenha por objetivo otimizar sua atividade empresarial, concentrando-se em um negócio que gere mais lucros e desinvestindo em negócios menos lucrativos – o que poderia demandar a injeção de capital para a realização de investimentos.

É nesse contexto que se pretende abordar a alienação e a oneração de ativos realizada no curso do processo de recuperação judicial.

A alienação<sup>53</sup> e a oneração<sup>54</sup> de ativos não se inserem no rol de atos de administração ordinária do devedor, exceto na hipótese de o objeto social da empresa voltar-se para a venda de bens móveis ou imóveis, por exemplo. Tais operações são disciplinadas pelo art. 66 da LREF,<sup>55</sup> o qual veda a alienação e a oneração de bens e direitos do ativo permanente após a distribuição do pedido de recuperação judicial, salvo quando houver previsão no plano de recuperação ou quando o juiz reconhecer a utilidade do ato de disposição. Embora a venda

---

<sup>53</sup> De acordo com a lição de Caio Mário da Silva Pereira: “Alienação é modalidade abrangente assim dos móveis quanto dos imóveis. Aqui a perda se funda no negócio jurídico, na declaração de vontade geradora de direitos e obrigações, e tanto pode ser a título oneroso (e. g., compra e venda, permuta), como gratuita (doação); tanto por atos entre vivos como causa mortis, deixados estes para estudo detido ao tratarmos da sucessão testamentária, no volume VI. (...) A alienação consiste no ato pelo qual o titular do domínio o transfere ao adquirente, com as mesmas qualidades, defeitos e restrições com que o exercia” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil: direitos reais*. 18. ed. v. 4. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 231-232).

<sup>54</sup> Conforme definição de Pedro dos Reis Nunes: “Onerar – Impor ônus a; sujeitar a coisa a um certo gravame; obrigar a encargos; agravar com tributos” (NUNES, Pedro dos Reis. *Dicionário de tecnologia jurídica*. 12. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991, p. 618).

<sup>55</sup> Art. 66, LREF. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, salvo evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o Comitê, com exceção daqueles previamente relacionados no plano de recuperação judicial.

de unidades produtivas isoladas normalmente seja prevista no plano de recuperação, também é possível realizar a venda de unidades produtivas na forma do art. 66, antes mesmo da apresentação do plano, caso se verifique a necessidade e a urgência para tanto.<sup>56</sup>

O período mais crítico para a empresa em crise é justamente entre a distribuição do pedido de recuperação judicial e a apresentação do plano, quando os credores podem votar e aprovar a venda de ativos significantes (como a alienação de unidades produtivas isoladas) e a obtenção de empréstimos relevantes (com a consequente oneração de ativos) que contribuam para o soerguimento do devedor.

É nesse período que o art. 66 tem sua maior importância, impedindo a alienação ou oneração de bens essenciais à empresa sem a prévia autorização do juízo da recuperação. Vale dizer que o controle dos credores e do juiz sobre os atos de disposição recai apenas sobre aqueles bens considerados indispensáveis para a operação do devedor, listados na conta do ativo permanente, como se verá nos itens seguintes – tal restrição não incidiria sobre bens integrantes de outras contas do ativo. O que se expõe a seguir são os requisitos legais do art. 66, seu alcance e os efeitos da sua inobservância para o devedor em recuperação.

#### 1.4.1. Os requisitos para a alienação e oneração do ativo

##### 1.4.1.1. O significado da expressão “evidente utilidade”

O art. 66 dispõe que o juiz deve reconhecer a “evidente utilidade” da alienação ou oneração de bens e direitos integrantes do ativo permanente (conceito que será explorado mais adiante), mas o que essa expressão significa?

Inicialmente, é importante ressaltar que a utilidade deve ser analisada em favor da reestruturação do empresário individual, da EIRELI ou da sociedade empresária em situação de estresse econômico-financeiro. Nesse contexto, cabe ao juiz verificar se o ato de disposição poderá acarretar um benefício à atividade empresarial e ao processo de recuperação, em vez de prejuízo aos credores com a dilapidação do patrimônio do devedor.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 277.

<sup>57</sup> Essa é a lição de Eduardo Secchi Munhoz: “Cumpre, nesse passo, determinar o sentido da expressão ‘evidente utilidade’. A pergunta que se põe é: utilidade para quem? A expressão deve ser interpretada em consonância com o interesse público que preside o processo de recuperação, ou seja, o juiz deverá autorizar a prática dos atos sempre que contribuam para a reorganização da empresa viável, mantendo-se a fonte produtiva importante para o desenvolvimento econômico do País (art. 47); deve, por outro lado, indeferi-la, quando verificar que tais atos não contribuirão para a recuperação da empresa, comprometendo o direito dos credores anteriores ao pedido”

Além disso, o exame dos benefícios provenientes da venda de bens e direitos do ativo permanente ou da contratação de um financiamento com a prestação de garantias reais sobre tais bens e direitos deve invariavelmente passar pela destinação dos recursos obtidos.

É nesse sentido que Deborah Kirschbaum distingue entre as destinações de curso ordinário e as destinações extraordinárias: a primeira diz respeito aos custos e despesas rotineiros da empresa, de acordo com o seu histórico; a segunda engloba as ampliações de investimento, os novos investimentos e a reformulação da estrutura de capital do empresário individual, da EIRELI ou da sociedade empresária.<sup>58</sup> Segundo a autora, deve-se atentar para os riscos possíveis de fraude na concessão de financiamento extraconcursal, caso não sejam observadas as destinações ordinárias ou extraordinárias, a fim de favorecer algum credor específico:

Como se tem observado, num estágio em que sequer se sabe se a recuperação será concedida, quanto menos se será bem sucedida, é preciso ficar alerta para a prática de atos pela administração da devedora que possam implicar piora relativa das expectativas dos credores concursais, como a utilização do financiamento extraconcursal para pagar créditos anteriores ao pedido de recuperação. Além do tratamento não equânime a credores ser um problema em si, também pode indicar a existência de um arranjo entre devedora e credor favorecido, para que este apoie a devedora na oportunidade de votação do plano. Dificilmente a devedora irá admitir sua intenção de destinar parte dos recursos obtidos com o financiamento extraconcursal para pagar credores. A devedora eventualmente formará um conluio com algum ou alguns dos credores, para disfarçar o favorecimento. Um arranjo nesse sentido nem sempre será facilmente detectável ou evidentemente direcionado ao favorecimento de um credor em detrimento dos demais. Poderá por exemplo vir disfarçado em aumento de preço cobrado pelo credor à devedora nos contratos posteriores ao ingresso desta no processo de recuperação. Assim, ao tratarmos das destinações fora do curso ordinário da empresa, a partir dos recursos provenientes de financiamento extraconcursal, devemos considerar que em regra só podem se referir ao custeio de planos de investimento. Quanto às destinações dentro do curso ordinário, devem reportar-se ao histórico de custos e despesas da empresa.<sup>59</sup>

Nesse sentido, considerando-se a expressão “evidente utilidade”, os atos de disposição do art. 66 poderão ser considerados úteis se os recursos obtidos forem utilizados para o pagamento das despesas rotineiras da empresa – como a aquisição de insumos, a manutenção do maquinário, o pagamento de contas de luz, internet, telefone etc. – ou para a

---

(MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 316).

<sup>58</sup> KIRSCHBAUM, Deborah. *A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 2009. 203f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 147.

<sup>59</sup> *Ibid.*, p. 148.

realização de investimentos que venham a gerar uma melhor produtividade e eficiência na consecução do objeto social da empresa – a exemplo da atualização do maquinário. Se os recursos obtidos com a alienação ou com a oneração de bens ou direitos do ativo permanente forem revertidos para o pagamento de credores sujeitos à recuperação, por exemplo, poderia haver uma desvirtuação do sentido de “evidente utilidade”, já que o pagamento dos credores deveria ocorrer na forma do plano.<sup>60</sup>

Convém ressaltar que a demonstração da evidente utilidade é um ônus do empresário individual, da EIRELI ou da sociedade empresária em recuperação, sob pena de ver o seu pleito indeferido.<sup>61</sup> O devedor em recuperação deve indicar detalhadamente a destinação dos recursos obtidos e demonstrar que as condições da operação são as melhores disponíveis – principalmente em linha com as condições oferecidas pelos demais agentes econômicos do mercado.<sup>62</sup>

Um exemplo paradigmático pode ser encontrado na recuperação judicial do Grupo OAS: antes da aprovação do plano de recuperação, os devedores buscavam obter um financiamento DIP (*debtor-in-possession*) garantido por alienação fiduciária de ações da Invepar, um de seus principais ativos.<sup>63</sup> O Grupo OAS demonstrou a necessidade de receber os recursos do financiamento – que serviriam para o pagamento de seus empregados e fornecedores (despesas de curso ordinário) – e que essa era a melhor (e única) proposta disponível no mercado. O juiz Daniel Carnio Costa reconheceu a urgência dos devedores em “fazer caixa” e autorizou a operação, depois de ouvir os credores em uma audiência de gestão

---

<sup>60</sup> Vale ressaltar que na hipótese de financiamento extraconcursal previsto no plano de recuperação, a evidente utilidade é presumida pela aprovação dos credores dos termos do plano, de modo que o devedor pode utilizar os recursos para o pagamento dos credores.

<sup>61</sup> FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (Coord.). *Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 451-452.

<sup>62</sup> KIRSCHBAUM, Deborah. *A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 2009. 203f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 148.

<sup>63</sup> Por meio do financiamento DIP, um investidor aporta dinheiro novo no devedor em recuperação e, em contrapartida, recebe garantias que coloquem o seu crédito em posição privilegiada em relação aos demais credores – como a alienação fiduciária de ativos do devedor em garantia do financiamento, por exemplo. Além disso, por ser realizado após o pedido de recuperação judicial, em caso de falência, o crédito é considerado extraconcursal, nos termos do art. 67 da LREF.

democrática,<sup>64</sup> ante a ausência de instalação do comitê de credores.<sup>65</sup> Em grau de recurso, o Des. Carlos Alberto Garbi manteve a autorização para a celebração do negócio, com a ressalva de que caberia à assembleia geral de credores ratificar a operação.<sup>66</sup>

Nada obstante, Frederico Augusto Monte Simionato entende que juntamente com a demonstração da evidente utilidade, haveria um outro requisito a ser cumprido pelo devedor em recuperação ao pleitear a venda de ativos permanentes na forma do art. 66 da LREF. Para o autor, incumbiria ao devedor comprovar a existência de patrimônio suficiente para o pagamento de todos os credores – tanto os sujeitos à recuperação como aqueles que não se submetem aos seus efeitos –, mesmo após a alienação ou oneração que se pretende realizar. O próprio autor reconhece que essa é uma prova diabólica, considerando que muitas das vezes sequer há tempo para a consolidação do quadro geral de credores.<sup>67</sup> Em que pese o entendimento do autor, restringir de tal forma o art. 66 poderia acabar por inviabilizar a recuperação da empresa viável e ocasionar sua falência. É mais plausível exigir que o devedor apenas demonstre a utilidade (ou melhor, necessidade) do ato de disposição do ativo permanente, a destinação dos valores recebidos e que a operação será realizada com a melhor proposta disponível no mercado – exatamente como ocorreu no caso do Grupo OAS.

Além de comprovar a evidente utilidade da operação de alienação ou oneração do ativo permanente, a operação deve ser submetida à apreciação do comitê de credores e posteriormente ao juízo da recuperação.

---

<sup>64</sup> De acordo com o Juiz Daniel Carnio Costa, na audiência de gestão democrática: “as decisões judiciais, notadamente sobre os temas que demandam maior urgência e compatibilidade com o tempo dos agentes econômicos, devem ser tomadas em audiências públicas com a presença de todos os atores processuais interessados nos destinos do processo, vale dizer, do administrador judicial, do perito, do MP e de outros eventuais interessados especificamente nas questões a serem decididas” (COSTA, Daniel Carnio. *A gestão democrática de processos: uma nova técnica de condução de processos concursais*. Disponível em: <<http://www.cartaforense.com.br/conteudo/artigos/a-gestao-democratica-de-processos---uma-nova-tecnica-de-conducao-de-processos-concursais/14648>>. Acesso em 16 jul. 2018).

<sup>65</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100, Daniel Carnio Costa, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central, 14 jul. 2015.

<sup>66</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2150922-97.2015.8.26.0000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 05 out. 2015.

<sup>67</sup> Assim dispõe o autor: “Quando o legislador diz ‘evidente utilidade’, o que se deve notar é a quem opera esta utilidade? Em sede de recuperação judicial, o interesse preponderante é sempre o do reerguimento da empresa em crise – porém, tal sorte de princípio não é absoluto e neste aspecto a alienação de bens do ativo após o pedido de recuperação poderia provocar sérios prejuízos aos credores, v. g., que não fazem parte do plano. Portanto, não é de rigor esta alienação, e caso o devedor realmente a deseje realizar deverá demonstrar que restam bens suficientes para pagamento de todo o passivo, situação prática de difícil comprovação, diante do caráter vestibular do pedido de recuperação, quando ainda não foram determinados com exatidão os créditos verificados e a formação do quadro de credores” (SIMIONATO, Frederico Augusto Monte. *Tratado de direito falimentar*. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 197-198).



#### 1.4.1.2. A necessidade de oitiva do comitê de credores e de autorização judicial

O reconhecimento da utilidade da alienação ou da oneração é atribuição do juiz da recuperação, mas antes disso o art. 66 afirma que o comitê de credores (arts. 26 a 33, LREF) deve ser chamado a opinar a respeito da operação.<sup>68</sup>

O problema é que devido à possibilidade de responsabilização dos membros do comitê de credores prevista no art. 32 da LREF,<sup>69</sup> raramente o comitê é constituído – o que acontece na prática é a criação de outros órgãos de fiscalização pelos credores, distintos da figura do comitê de credores, mas com a finalidade de supervisionar a atuação do devedor em recuperação. Caso o comitê não tenha sido constituído, o art. 28 da lei estabelece que o administrador judicial ou o juiz – quando houver alguma incompatibilidade do administrador judicial – devem exercer as atribuições do comitê.<sup>70</sup> Assim, na ausência do comitê de credores, surge a seguinte indagação: quem deve ser ouvido quanto à utilidade dos atos do art. 66 da LREF? Apenas o administrador judicial?<sup>71</sup> Ou mais algum eventual interessado?

Na doutrina, Julio Kahan Mandel sustenta que o juiz deve intimar os advogados dos credores para que se manifestem acerca da proposta de alienação ou oneração, na ausência de

---

<sup>68</sup> Eduardo Secchi Munhoz critica a opção legal de exigir a autorização do juiz: para o autor, bastaria a anuência do comitê de credores: “Numa perspectiva de maior proteção aos credores, seria de se admitir a alienação ou oneração de bens do ativo permanente, desde que houvesse a concordância do comitê de credores, ou seja, o poder de decisão quanto à matéria caberia a esse órgão de representação do interesse do conjunto de credores. A solução adotada, no entanto, foi a de outorgar ao juiz a decisão sobre a matéria, ainda que se tenha exigido a prévia manifestação do comitê de credores. Essa manifestação, no entanto, não será vinculante para o juiz [...]” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 315).

<sup>69</sup> Art. 32, LREF. O administrador judicial e os membros do Comitê responderão pelos prejuízos causados à massa falida, ao devedor ou aos credores por dolo ou culpa, devendo o dissidente em deliberação do Comitê consignar sua discordância em ata para eximir-se da responsabilidade.

<sup>70</sup> Art. 28, LREF. Não havendo Comitê de Credores, caberá ao administrador judicial ou, na incompatibilidade deste, ao juiz exercer suas atribuições.

<sup>71</sup> Em recente julgado na recuperação judicial do Grupo OAS, o Des. Carlos Alberto Garbi, integrante da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, admitiu a oitiva do administrador judicial: “É certo que o art. 66 da LRF autoriza o Magistrado a decidir sobre a venda de ativos da recuperanda, quando reconhecida a sua evidente utilidade para a superação da crise da empresa, ouvido o Comitê de Credores. É certo, ainda, que, não constituído o Comitê de Credores, como ocorreu no caso, pode o Magistrado decidir nesse sentido ouvindo o Administrador Judicial” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2152587-51.2015.8.26.0000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 31 ago. 2015). Sérgio Campinho (CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa: o novo regime da insolvência empresarial*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, p. 161) e Marcelo Barbosa Sacramone também compartilham esse entendimento (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 285). Por sua vez, Luiz Guerra entende que na ausência do comitê de credores é possível ao juiz decidir sem a oitiva do administrador judicial, embora ouvir o administrador judicial seja a atitude mais recomendada (GUERRA, Luiz. *Falências e recuperações de empresas: crise econômico-financeira*. v. 2. Brasília: Guerra, 2011, p. 734-735).

um comitê de credores.<sup>72</sup> No entanto, em processos de recuperação com grande número de credores é possível que a oitiva dos credores sobre tal questão cause ainda mais tumulto no processo e não seja capaz de atingir um consenso.

Por outro lado, Jorge Lobo<sup>73</sup> reconhece que, caso o comitê de credores não tenha sido instalado, o administrador judicial e o Ministério Público<sup>74</sup> devem ser chamados a se manifestar<sup>75</sup> e, em casos excepcionais, o juízo deve indicar perito judicial para emitir parecer ou convocar a assembleia geral de credores para deliberar sobre a matéria do art. 66 da LRF. De modo semelhante, Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli também entendem possível a convocação da assembleia geral de credores, em razão da competência residual prevista no art. 35, inciso I, alínea f da lei.<sup>76</sup>

---

<sup>72</sup> Assim se manifesta o autor: “Se no decorrer do procedimento o devedor decidir alterar a programação do plano, no sentido de vender algum bem não previsto inicialmente, deverá pedir autorização ao juiz, que ouvirá obrigatoriamente os credores, seja intimando os advogados que os representam, seja ouvindo o comitê, se instalado (não é obrigatória sua existência). (...) A possibilidade de venda de um bem, mesmo que não prevista no plano original, sempre é possível, especialmente tendo em vista o interesse dos envolvidos e o fato de a empresa não perder sua livre administração. Se a empresa possui um bem que não tem mais utilidade ou pretende trocar o bem por outro mais novo e moderno, a venda do bem antigo é medida salutar e deve ser aprovada rapidamente, sem maiores burocracias, mas ouvindo-se os interessados, inclusive no tocante ao valor da venda” (MANDEL, Julio Kahan. *Nova lei de falências e recuperação de empresas anotada*. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 140).

<sup>73</sup> Nas palavras do autor: “Antes de decidir, o juízo (a) ouvirá, obrigatória e exclusivamente, o comitê de credores (art. 66, c/c o art. 27, I, f), se houver sido constituído (art. 26); se não, (b) deverá intimar o administrador judicial (art. 22, II, a) e mandar ‘abrir vista’ ao Ministério Público (art. 81, III, do CPC), para que se manifestem; (c) somente em casos excepcionais e não estando em funcionamento o comitê, o juízo deverá nomear perito judicial para emitir parecer, ou convocar assembleia geral de credores para deliberar sobre a matéria, sob pena de violar o princípio da celeridade, que informa o art. 66” (LOBO, Jorge. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 267).

<sup>74</sup> Waldo Fazzio Júnior também entende necessária a manifestação do Ministério Público: “Pensamos que, ainda que a lei não o exija, haverá circunstância em que o juiz deverá ouvir o representante do Ministério Público. É que o Comitê diz sobre a conveniência do negócio para a empresa em recuperação, enquanto o Ministério Público examina sua legalidade” (FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Lei de falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 166). De semelhante modo, Ecio Perin Júnior admite a oitiva do Ministério Público: “Ressalte-se que a Lei n. 11.101/2005, em seu art. 66, não exige mais a manifestação do representante do Ministério Público, como era previsto no art. 149 do Dec.-Lei n. 7.661/1945. Contudo, entendemos que essa intervenção poderá ocorrer, visto a típica atuação do parquet, como *custos legis*” (PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 365).

<sup>75</sup> Silvânio Covas critica a convocação do Ministério Público a se manifestar: “As alienações ou onerações do patrimônio do devedor deverão observar a Lei, sem prévia anuência do Ministério Público, por falta de amparo legal e colisão com o espírito agilizador da nova Lei na realização de ativos” (COVAS, Silvânio. In: LUCCA, Newton de; SIMÃO FILHO, Adalberto (Coord.). *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falências*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 320).

<sup>76</sup> Veja-se o entendimento dos doutrinadores mencionados: “Compete à assembleia-geral de credores deliberar sobre qualquer outra matéria que possa afetar o interesse dos credores. A hipótese do art. 35, I, f, da LRF, é residual, de modo a atribuir à assembleia-geral de credores, por meio de uma verdadeira cláusula geral, a competência para deliberar sobre todas as matérias de interesse dos credores. Entre essas matérias incluem-se, exemplificativamente, as que seguem: (a) na hipótese de alienação de bem integrante do ativo permanente da empresa devedora, a regra do art. 66 da LRF deve ser interpretada em consonância com o disposto no art. 35, I, f, da LRF [...]” (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 264-265).

De fato, tanto a nomeação de um perito judicial para emitir parecer como a convocação da assembleia geral de credores devem ser analisadas casuisticamente, levando-se em consideração a importância do bem integrante do ativo permanente que se pretende alienar ou onerar. Apesar disso, considerando a necessidade de uma decisão ágil acerca da operação, submeter a questão a um perito ou à assembleia geral poderia atrasar ainda mais a alienação ou oneração dos bens ou direitos do ativo permanente – ainda mais levando em conta a interposição de recursos por parte de eventuais interessados e a possibilidade de concessão de efeito suspensivo à decisão do juízo da recuperação. É em razão da morosidade dos trâmites legais que, em certos casos, pode ser recomendável que o juiz ouça apenas o que o administrador judicial tem a dizer sobre o negócio.

Na hipótese de venda de uma importante planta industrial do devedor em recuperação, ainda em operação, é evidente o interesse dos credores e a necessidade de sua manifestação. Por outro lado, tratando-se da alienação de um dos caminhões integrantes da frota de veículos de uma transportadora, a importância desse bem para a consecução do objeto social do devedor se mostra reduzida, o que possibilitaria a dispensa da oitiva dos credores por assembleia geral; assim, a manifestação do administrador judicial seria suficiente para embasar a decisão do magistrado.<sup>77</sup> Essa seria uma forma de harmonizar as disposições do art. 28, do art. 35, inciso I, alínea f e do art. 66 da lei.

Considerando a premência da situação – na maioria das vezes, o devedor necessita da rápida injeção dos recursos provenientes da venda de um bem –, é razoável que se exija somente a manifestação do administrador judicial e a posterior decisão do juízo da recuperação.<sup>78</sup> Contudo, observadas as peculiaridades do caso concreto, e tratando-se de ativo relevante do devedor, o juiz pode realizar uma audiência de gestão democrática para ouvir os credores – como ocorreu no processo de recuperação do Grupo OAS –, em vez de convocar uma assembleia geral. Depois da oitiva dos interessados, caberia ao juiz autorizar, ou não, o ato de disposição do devedor, uma vez apreciada sua utilidade para o soerguimento da empresa.

---

<sup>77</sup> Embora sem previsão legal, seria possível até ouvir o Ministério Público, desde que o prazo seja contado simultaneamente ao conferido ao administrador judicial para sua manifestação.

<sup>78</sup> Daniel Carnio Costa defende que as decisões na recuperação judicial sejam proferidas em tempo útil: “[...] a questão da duração do processo (tempo de formação da decisão judicial) é fundamental em qualquer tipo de processo, mas de importância crucial no caso das falências e recuperações judiciais, de modo que o tempo do processo não esteja dissociado do tempo da realidade ou da economia. As decisões judiciais devem ser proferidas em tempo útil, de modo a atender às necessidades do processo que, por sua vez, são ditadas pelo interesse dos agentes econômicos” (COSTA, Daniel Carnio. *Novas teorias sobre processos de insolvência e gestão democrática de processos*. In: \_\_\_\_\_ (Coord.). *Comentários completos à lei de recuperação de empresas e falências*. v. 1. Curitiba: Juruá, 2015, p. 53).

Sem prejuízo da autorização judicial, caso o devedor pretenda vender ou onerar um bem ou direito do ativo permanente que sirva de garantia real para um crédito, por certo também é necessária a concordância do credor titular da garantia, nos termos do art. 50, §1º da LREF. A supressão ou a substituição da garantia real do credor exige o seu consentimento expresso, sob pena de invalidade da operação.<sup>79</sup>

Por fim, vale mencionar a posição de Leonardo Adriano Ribeiro Dias que sustenta a possibilidade de o juízo avaliar a utilidade da alienação ou oneração após a realização da operação, considerando a necessidade urgente do devedor em recuperação de liberar novos recursos provenientes da venda de bens e direitos ou de empréstimos efetivados com a oneração do seu patrimônio. Assim, o juiz realizaria uma análise *a posteriori* da operação, que poderia ser invalidada caso se verifique alguma irregularidade – seja ela observada pelo juiz, pelos credores, pelo administrador judicial ou pelo Ministério Público. De acordo com o autor:

São notórias as dificuldades estruturais do Poder Judiciário pátrio, não obstante as diversas iniciativas legais e administrativas em prol do aumento da eficiência da prestação jurisdicional. Por outro lado, a situação de crise da empresa não se coaduna com o quadro jurídico-institucional que se faz presente, e clama por soluções mais tempestivas, sob pena de inviabilização do negócio e deterioração do valor dos ativos, com perdas para toda a sociedade. Nesse sentido, exigir que o devedor em recuperação judicial submeta ao juiz e ao comitê a oneração de ativos para garantia de novos financiamentos pode atravancar a liberação de recursos urgentes, na medida em que a manifestação desses órgãos pode demorar semanas, quiçá meses. Desse modo, ainda que haja um interesse público no destino que se dá a esses bens, é certo que interesse maior reside na necessidade de se preservar a empresa viável. Não bastasse isso, a operação inevitavelmente passaria pelo crivo do administrador judicial e do comitê de credores, que poderiam identificar eventuais irregularidades e acionar o juízo para que fossem tomadas as medidas pertinentes, que vão desde a anulação do negócio ao afastamento dos administradores. Logo, a fim de dinamizar a obtenção de novos financiamentos, a análise da utilidade, conveniência e legalidade da outorga da garantia deveria ser realizada *ex post*.<sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> Nesse sentido, Leonardo Adriano Ribeiro Dias: “Outrossim, em se tratando de alienação de bens ou direitos sobre os quais incide garantia real, a operação dependerá, além de prévia autorização judicial, da anuência do credor titular da respectiva garantia, por força do disposto no art. 50, §1º, da LRE, que trata da supressão ou da substituição da garantia. Todavia, parte da doutrina sustenta que esse direito de veto do credor com garantia real não deve ser absoluto e será considerado abusivo, implicando a desconsideração de seus efeitos, se o devedor puder oferecer ao credor original outro bem capaz de substituir aquele que poderá garantir um novo crédito, cabendo ao devedor o ônus de demonstrar se a nova garantia possui valor suficiente para tanto” (DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 247). Também de acordo com Eduardo Secchi Munhoz: “No caso de bens sobre os quais incidir garantia real, porém, o poder final de decisão ficará com os credores titulares dessa garantia, já que sua supressão ou modificação depende necessariamente da anuência do respectivo titular (art. 50, 1º). Em outros termos, a alienação desses bens, se acarretar a supressão ou modificação das garantias anteriores, dependerá necessariamente, além da autorização do juiz, da concordância do credor titular da garantia” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 316).

<sup>80</sup> DIAS, op. cit., p. 249.

Apesar de tal posição resultar de uma construção prática, não há como negar o seu mérito: todo o procedimento exigido para a alienação ou a oneração de bens ou direitos do ativo permanente do devedor pode levar tempo demais considerando a morosidade do Poder Judiciário, em contraste com a necessidade urgente do devedor em obter recursos para manter-se em atividade e garantir a viabilidade de seu negócio. Contudo, parece que tal solução seria adequada apenas na hipótese em que o devedor descumpra a regra do art. 66, o que atrairia a necessidade de apreciação judicial da operação depois da sua conclusão – o que se verá mais adiante.

Dito isso, há que se identificar a correta interpretação da expressão “ativo permanente” contida no art. 66 da LREF. Como o dispositivo consiste em uma restrição à atuação do devedor em recuperação, é importante esclarecer os seus limites e verificar quais bens do devedor poderiam ser livremente alienados ou onerados sem a necessidade de observância da regra do art. 66 da lei.

#### 1.4.1.3. A correta interpretação da expressão “ativo permanente”

A regra do art. 66 da LREF, ao mencionar os bens ou direitos integrantes do “ativo permanente”, faz referência direta à redação então vigente do art. 178 da Lei das S/A. O ativo permanente se incluía entre as categorias de ativos do balanço patrimonial<sup>81</sup> de uma sociedade por ações, realizado a cada exercício social. Na redação original do art. 178 da Lei das S/A,<sup>82</sup> o ativo de uma companhia se dividia em (i) ativo circulante, (ii) ativo realizável a longo prazo, e (iii) ativo permanente, este último subdividido em (a) ativo imobilizado, (b) ativo diferido e (c) investimentos.<sup>83</sup>

---

<sup>81</sup> Na lição de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro: “De uma forma geral, pode-se dizer que o balanço deve compreender a representação gráfica dos elementos ativos (bens e direitos) e dos elementos passivos (obrigações e responsabilidades) da companhia, agrupados por contas” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. 2. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 528).

<sup>82</sup> Art. 178, Lei das S/A. No balanço, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia.

§ 1º No ativo, as contas serão dispostas em ordem decrescente de grau de liquidez dos elementos nelas registrados, nos seguintes grupos: a) ativo circulante; b) ativo realizável a longo prazo; c) ativo permanente, dividido em investimentos, ativo imobilizado e ativo diferido.

<sup>83</sup> Segundo Nelson Eizirik: “Os ativos são classificados de acordo com o grau de liquidez dos elementos registrados em suas contas. O grau de liquidez significa a facilidade e a velocidade com que a companhia julga que os ativos serão realizados, ou seja, transformados em moeda” (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada: artigos 121 a 188*. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 580).

Com o intuito de melhor compreender a problemática em torno do art. 66 da LREF, é necessário conceituar cada um dos grupos de contas do ativo vigente à época da edição da Lei nº 11.101/2005 e as alterações legislativas promovidas na Lei das S/A ao longo dos anos – ainda que não acompanhadas dos ajustes necessários na legislação falimentar.

O ativo circulante consiste na conta que engloba as disponibilidades – dinheiro em caixa ou depositado em contas bancárias – e os créditos realizáveis no curso do exercício social subsequente,<sup>84</sup> bem como as aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte.<sup>85</sup>

O ativo realizável a longo prazo, a seu turno, compreende os direitos realizáveis após o término do exercício social subsequente, assim como os direitos decorrentes de vendas, adiantamentos e empréstimos realizados a sociedades coligadas ou controladas, a diretores, a acionistas e a outros participantes nos lucros da empresa.<sup>86</sup> Estes últimos, embora possam ser realizados no curso do exercício social seguinte, são classificados como integrantes do ativo realizável a longo prazo em razão da sua menor liquidez, considerando a maior dificuldade da sociedade por ações em exigir o recebimento de tais valores de pessoas tão próximas.<sup>87</sup>

Por fim, o ativo permanente abarca os bens utilizados para a manutenção da atividade empresarial ou como fontes de rendimentos.<sup>88</sup> Os bens e direitos do ativo permanente

---

<sup>84</sup> Na definição de Modesto Carvalhosa: “Os direitos classificados no ativo circulante incluem pois os direitos de crédito e os que tiverem por objeto mercadorias e produtos do comércio ou da indústria da companhia, que serão transformados em dinheiro no exercício social subsequente, prevalecendo a classificação com base no ciclo operacional da companhia quando este tiver duração maior que o exercício social” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 788).

<sup>85</sup> Mais uma vez, de acordo com Modesto Carvalhosa: “Para serem classificadas no ativo circulante, as aplicações de recursos em despesas deverão constituir um crédito da companhia. Deverão corresponder, pois, a pagamentos de despesas ainda não incorridas, o que envolve, desde logo, a ideia de adiantamento (despesa paga antecipadamente), numa relação contratual em que o beneficiário do pagamento irá cumprir, no exercício seguinte, a obrigação correspondente ao preço já pago” (Ibid., p. 789).

<sup>86</sup> ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. 26. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 344-345.

<sup>87</sup> Conforme José Luiz Bulhões Pedreira: “A lei impõe a inclusão, nessa classe, dos créditos contra sociedades controladas ou coligadas, diretores, acionistas ou participantes no lucro da companhia, derivados de vendas, adiantamentos ou empréstimos que não constituam negócios usuais de acordo com o objeto da companhia, seja qual for o prazo de vencimento ou de provável realização (LSA, art. 179, II). (...) A lei prescreve essa classificação a fim de que o balanço não induza o leitor em erro quanto ao grau de liquidez do ativo, pois a experiência mostra que as decisões da companhia de conceder crédito a pessoas a ela ligadas em regra não se baseiam exclusivamente em considerações econômicas, e que a companhia tem menos liberdade de exigir o pagamento desses créditos do que os contra pessoas não ligadas. O fundamento da classificação não é, portanto, o prazo de realização, mas a menor liquidez. São exemplos dos negócios usuais ressalvados pela lei as vendas, nas mesmas condições praticadas com terceiros, de bens ou serviços produzidos pela sociedade empresária” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Direito das companhias*. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1573-1574).

<sup>88</sup> Novamente de acordo com José Luiz Bulhões Pedreira: “Os bens permanentes são de três classes: (a) os possuídos com a finalidade de realizar o objeto da sociedade empresária; (b) os usados como fontes de rendimentos; e (c) as despesas que contribuirão para a formação do resultado de vários exercícios. Os subconjuntos do ativo permanente que incluem esses bens são designados, respectivamente, imobilizado, investimentos e

são essenciais para a consecução do objeto social da empresa, a exemplo da fábrica de uma indústria ou dos caminhões de uma transportadora. Tais bens e direitos distinguem-se do ativo realizável a longo prazo na medida em que não se destinam à conversão em moeda,<sup>89</sup> e são afetados à atividade empresarial.

Ainda na redação original do art. 178 da Lei das S/A, o ativo permanente subdividia-se em (a) ativo imobilizado, (b) ativo diferido e (c) investimentos. O ativo imobilizado engloba todos os bens e direitos afetados ao exercício do objeto social da empresa, incluindo-se os bens corpóreos e incorpóreos;<sup>90</sup> são os bens essenciais à atividade empresarial e que não poderiam ser alienados ou onerados sem causar um grave impacto ao funcionamento dos negócios. O ativo diferido consiste nas despesas antecipadas realizadas pela sociedade por ações e que serão incorporadas somente em exercícios futuros, quando serão efetuadas as contraprestações correspondentes;<sup>91</sup> tem-se como exemplo as despesas provenientes da compra de grande quantidade de insumos, de uma só vez, para serem utilizados ao longo de anos na fabricação de um produto. Por sua vez, os investimentos são participações permanentes<sup>92</sup> em

---

diferido” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Direito das companhias*. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1575-1576).

<sup>89</sup> PEDREIRA, op. cit., p. 1574.

<sup>90</sup> Segundo Modesto Carvalhosa: “No ativo imobilizado devem ser contabilizados os direitos que tenham por objeto bens destinados à manutenção das atividades da companhia e da empresa, ou exercidos com essa finalidade, inclusive os direitos de propriedade industrial ou comercial. Os direitos podem ter por objeto bens corpóreos, móveis ou imóveis, ou bens incorpóreos, tais como direito de exploração de processo de indústria ou marca de comércio, custo de exploração de fundo de comércio etc” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 793).

<sup>91</sup> Na definição de José Luiz Bulhões Pedreira: “Diferido é o subconjunto do ativo que inclui despesas que contribuirão para a formação do lucro em diversos exercícios, e por isso são tratadas como capital financeiro a ser amortizado nos exercícios futuros, embora sejam aplicações de capital sem a contrapartida da aquisição ou do aumento de valor de objetos de direito (LSA, art. 179, V)” (PEDREIRA, op. cit., p. 1576-1577). E segundo Fran Martins: “O ativo diferido compreende o grupo de contas, ordinariamente de resultados, que passam para o exercício seguinte, em virtude de dependerem, para a sua integração nos resultados, de um fato dependente de cláusula ou condição que se verificará apenas no exercício futuro, ou que se refira a despesas antecipadas, mas pertinentes ao exercício seguinte. (...) Compreende, pois, as contas de despesas diferidas, isto é, aquelas cujos gastos não foram apropriados como despesa dentro do exercício em que foram pagas, mas que serão apropriados em um ou mais exercícios futuros, conforme se deva realizar a contraprestação que lhes corresponda, para que o balanço obedeça ao sistema de competência de exercício” (MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 738-739).

<sup>92</sup> José Waldecy Lucena cita Ricardo J. Ferreira para diferenciar participações temporárias de participações permanentes: “A questão que então surge é a de se distinguir, em outros investimentos feitos pela companhia, uma participação temporária de uma permanente. Ricardo J. Ferreira predica que o critério mais usual, nesse caso, tem sido a análise da intenção de alienação. A contar do fim do exercício em que a participação foi adquirida, se a intenção da companhia for de alienar o investimento no exercício seguinte, a classificação deverá ser feita no ativo circulante. Se não houver essa intenção, o investimento será classificado no ativo permanente” (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 121 a 188). v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 1003-1004).

outras sociedades empresárias e direitos de qualquer natureza que não se classificam como ativo circulante, ativo realizável a longo prazo ou ativo permanente imobilizado ou diferido.<sup>93</sup>

No entanto, a classificação do ativo sofreu modificações ao longo do tempo. As normas de contabilidade brasileiras foram alçadas aos padrões internacionais com a edição da Lei nº 11.638/2007 e da Medida Provisória nº 449/2008, posteriormente convertida na Lei nº 11.941/2009.<sup>94</sup>

A Lei nº 11.638/2007 veio para modificar a alínea c do §1º do art. 178 da Lei das S/A para incluir o subconjunto do intangível dentro da conta do ativo permanente. Com isso, os bens incorpóreos – tais como os direitos de marca, as patentes e o fundo de comércio – deixaram de integrar o ativo imobilizado – que então passaria a englobar apenas os bens corpóreos – e migraram para o intangível.<sup>95</sup> A lei também alterou o inciso IV do art. 179 e inseriu o inciso VI, a fim compatibilizar a definição de ativo imobilizado com o intangível e de introduzir o conceito de intangível.

A seu turno, a Medida Provisória nº 449/2008, posteriormente convertida na Lei nº 11.941/2009, trouxe mudanças ainda mais profundas à classificação do ativo das sociedades por ações: (i) o §1º do art. 178 foi modificado para dividir o ativo em circulante e não circulante, este segundo composto pelo ativo realizável a longo prazo – anteriormente uma conta distinta do ativo –, pelos investimentos, pelo imobilizado e pelo intangível – subconjuntos outrora integrantes do ativo permanente, agora extinto –; e (ii) revogou o inciso V do art. 179 e com isso extinguiu o ativo diferido, subconjunto do ativo permanente.

Embora a grande mudança tenha ocorrido apenas com a Medida Provisória nº 449/2008, o anteprojeto da Lei nº 11.638/2007 elaborado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já tinha por objetivo uniformizar as normas contábeis brasileiras

---

<sup>93</sup> São exemplos de investimentos: “As participações societárias (ações ou quotas de outras sociedades) são exemplo típico de investimentos, mas diversos outros bens podem ser objeto de imobilizações financeiras, como terrenos não utilizados nas atividades que constituem o objeto da sociedade, ou destinados a uso futuro, bens móveis ou imóveis para locação, propriedades industriais fora de uso, e patentes de invenção para licenciamento do seu uso por terceiros” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Direito das companhias*. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1576-1577).

<sup>94</sup> A lei brasileira passou a adotar práticas convergentes com as normas internacionais emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), denominada de *International Financial Reporting Standard* (IFRS). De acordo com a Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 449/2008: “Nos arts. 36 e 37, estão sendo propostas novas alterações à Lei nº 6.404, de 1976, cujo objetivo é proporcionar a plena harmonização dos padrões contábeis brasileiros aos padrões contábeis internacionais, que já é o objetivo maior da própria Lei nº 11.638, de 2007, em consonância com a adoção do Regime Tributário de Transição, previsto no art. 17 e seguintes do projeto” (BRASIL. Exposição de Motivos Interministerial nº 161, de 03 de outubro de 2008. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2008/Exm/EMI-161-MF-MP-MAPA-AGU-mpv449.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/Exm/EMI-161-MF-MP-MAPA-AGU-mpv449.htm)>. Acesso em 16 jul. 2018).

<sup>95</sup> EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*: artigos 121 a 188. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 584.



aos padrões internacionais, dividindo o ativo em circulante e não circulante, por exemplo. A exposição justificativa do anteprojeto fundamenta a mudança radical da classificação do ativo, conforme se transcreve:

[...] é absolutamente necessário que se estabeleça uma adequada segregação dos itens (ativo e passivo) circulantes, daqueles considerados como não circulantes. A Lei nº 6.404/76 estabelece essa segregação com base no exercício social ou no ciclo operacional, quando este for maior. O anteprojeto de lei propõe a segregação com base no prazo de doze meses, bem como a eliminação da classificação em função do ciclo operacional.

Atualmente, o ativo se divide nos seguintes grupos: circulante, realizável a longo prazo e permanente, sendo este último subdividido em imobilizado, investimentos e diferido. O anteprojeto prevê a existência de dois grandes grupos: o ativo circulante e o ativo não circulante, sendo este último subdividido em realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado, intangível e diferido. (...) Dois pressupostos básicos foram utilizados para fundamentar essa proposta:

a) em primeiro lugar, em termos econômicos e contábeis não existe ativo permanente. Todos os ativos, independentemente da sua espécie, são realizáveis em moeda, seja através do direito de recebimento (aplicações financeiras, títulos e contas a receber), seja através de venda (estoques) ou da sua utilização e consumo no processo produtivo (imobilizado, diferido). O que existe, de fato, são ativos que se realizam em prazos menores que outros. O que se torna importante distinguir, para fins de análise, são aqueles que vão se realizar durante os próximos doze meses (circulante) daqueles que possuam realização mais longa (não circulante).

b) em segundo lugar, essa é também a forma de classificação aceita internacionalmente, inclusive pelos países integrantes do Mercosul, em que se busca oficialmente uma harmonização em diversos campos, inclusive na contabilidade.<sup>96</sup>

De fato, a padronização da classificação do ativo das sociedades por ações aos parâmetros internacionais é uma medida louvável; o problema é que o legislador se esqueceu de alterar o art. 27, inciso II, alínea c<sup>97</sup> e o art. 66 da LREF para ajustá-los de acordo com as mudanças legislativas. Como se pode ver, o uso da expressão “ativo permanente” pelos dispositivos mencionados inspirou-se na redação original do art. 178, §1º da Lei das S/A, que havia classificado o ativo em circulante, realizável a longo prazo e permanente. A modificação da Lei das S/A, com a nova classificação do ativo em circulante e não circulante não se refletiu na Lei nº 11.101/2005, o que pode causar certa confusão na interpretação do art. 66.

<sup>96</sup> BRASIL. Anteprojeto de Reformulação da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976), de 05 de julho de 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/anteprojeto6404ref.pdf>>. Acesso em 16 jul. 2018.

<sup>97</sup> Art. 27, LREF. O Comitê de Credores terá as seguintes atribuições, além de outras previstas nesta Lei: (...) II – na recuperação judicial: (...) c) submeter à autorização do juiz, quando ocorrer o afastamento do devedor nas hipóteses previstas nesta Lei, a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e outras garantias, bem como atos de endividamento necessários à continuação da atividade empresarial durante o período que antecede a aprovação do plano de recuperação judicial.

Em sua exposição acerca da manutenção dos administradores na gestão do devedor em recuperação, Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli utilizam a expressão “ativo não circulante” no lugar de “ativo permanente”, sem oferecer maiores explicações.<sup>98</sup> Na jurisprudência, o Des. Marcelo Fortes Barbosa, integrante da 1ª Câmara de Direito Empresarial do TJSP, de igual modo se refere a “ativo não circulante” ao tratar da vedação do art. 66, mas também sem qualquer esclarecimento.<sup>99</sup>

A seu turno, é importante mencionar o Enunciado nº 13 da I Jornada Goiana de Direito Empresarial,<sup>100</sup> que tratou dos reflexos da extinção do ativo permanente no art. 27, inciso II, alínea c e no art. 66 da lei, porém limitou-se a dispor que os componentes do ativo permanente passaram a integrar um subgrupo do ativo não circulante. Frederico Garcia Pinheiro *et al*, em seus comentários ao enunciado, expressamente afirma que a correta leitura da expressão “ativo permanente” do art. 66 é “ativo não circulante”, englobando o ativo realizável a longo prazo, outrora excluído da abrangência da referida norma.<sup>101</sup>

Nesse contexto, vale mencionar a posição de Deborah Kirschbaum, para quem a consulta aos credores e a autorização do juízo deveriam ser obrigatórios para a alienação e oneração de bens integrantes de todas as contas do ativo, e não apenas do ativo permanente – ou ativo não circulante, na interpretação mencionada acima.<sup>102</sup> Eduardo Secchi Munhoz também tece críticas ao art. 66:

---

<sup>98</sup> Veja-se o trecho da lição dos autores: “Conquanto sejam conservados os poderes de gestão dos administradores da empresa devedora, é certo, porém, que há uma restrição a determinados poderes, a exemplo da proibição de alienação ou oneração de bem do ativo não circulante, contida no art. 66 da LRF” (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 106).

<sup>99</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 0012883-45.2011.8.26.0405, Fortes Barbosa, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 04 nov. 2014.

<sup>100</sup> Eis o teor do Enunciado nº 13: “A expressão ‘ativo permanente’ mencionada nos art. 27, inc. II, alínea ‘c’, e art. 66, caput, da Lei n. 11.101/2005 foi extinta por força do art. 37 da Lei n. 11.941/2009, passando seus componentes a figurar como subgrupo do ‘ativo não circulante’” (BRASIL. OAB/GO. I Jornada Goiana de Direito Empresarial. 20 de agosto de 2014. Disponível em: <[http://www.oabgo.org.br/arquivos/downloads/enunciados\\_a\\_provados\\_02974.pdf](http://www.oabgo.org.br/arquivos/downloads/enunciados_a_provados_02974.pdf)>. Acesso em 16 jul. 2018).

<sup>101</sup> Nesse sentido: “Por fim, a Lei 11.941/2009, resultado da conversão da MedProv 449/2008, alterou a redação do § 1.º do art. 178 da LSA para dividi-lo em dois incisos (e não mais em três alíneas), sendo a conta do ‘ativo permanente’ renomeada para ‘ativo não circulante’ e tendo como elementos ‘ativo realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível’. (...) Dessa maneira, o enunciado em tela permite esclarecer que a expressão ‘ativo permanente’, agora suprimida da nomenclatura legal contábil, deve entender-se, na redação inalterada da LREF, como ‘ativo não circulante’, com os elementos previstos pelo vigente art. 178, §1º, II, da Lei 6.404/1976” (PINHEIRO, Frederico Garcia et al. Os enunciados da Jornada Goiana de direito empresarial. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 6, p. 13, nov./dez 2014).

<sup>102</sup> A autora afirma o seguinte: “A lei brasileira deveria impor a obrigatoriedade de que o ato de endividamento da empresa em recuperação judicial fosse submetido ao comitê de credores e ao magistrado nas seguintes hipóteses independentes: (i) caso o financiamento fosse destinado a custear operações fora do curso ordinário dos negócios da empresa; (ii) em qualquer caso de oneração de ativos da empresa, independentemente de estarem classificados na conta de ativo permanente, desde que os ativos em questão tivessem sido formados ou adquiridos anteriormente

Há de se observar, ainda no que respeita aos aspectos gerais do dispositivo, que nada justifica a limitação de seu campo de aplicação aos bens ou direitos integrantes do ativo permanente. É que, na realidade econômica contemporânea, a depender da natureza e da situação econômica da empresa, a alienação ou a oneração de bens ou direitos que não integram o ativo permanente pode ser tão ou mais lesiva ao interesse dos credores do que a alienação ou oneração dos que o integram. A título ilustrativo, pode-se figurar a hipótese de uma empresa de serviço, cujo ativo permanente tem valor extremamente reduzido, oferecer em penhor os seus recebíveis (direitos creditórios) dos próximos 12 meses em garantia de um empréstimo concedido após a distribuição do pedido de recuperação. Obviamente, embora não tenha onerado bens do ativo permanente, um ato assim praticado pelo devedor deveria depender da autorização judicial, após ouvido o comitê de credores, por possuir um elevado potencial de causar lesão aos credores anteriores; o risco de lesão aos credores decorrente dessa oneração de direito não integrante do ativo permanente seria muito superior, v.g., ao que decorreria da eventual oneração dos computadores da empresa.

A Lei, portanto, ao referir-se apenas aos bens ou direitos integrantes do ativo permanente, sem estabelecer nenhum critério para estender a necessidade de autorização judicial para outras hipóteses, deixou de oferecer proteção, na amplitude necessária, aos interesses dos credores.<sup>103-104</sup>

Conquanto seja aconselhável consultar os credores e o juiz nos casos em que se pretende alienar ou onerar bens e direitos de alta relevância de qualquer das contas do ativo, nem sempre haverá tempo hábil para tanto. De fato, o empresário individual, o titular da EIRELI e a sociedade empresária em crise podem necessitar urgentemente de crédito para garantir o seu funcionamento e por isso a avaliação da utilidade do ato poderia ser realizada *a posteriori*, como sustenta Leonardo Adriano Ribeiro Dias.<sup>105</sup>

Além disso, existem ocasiões nas quais o impacto desses atos de disposição sobre o patrimônio do devedor em recuperação é de grau reduzido, sendo desnecessário atravancar a atuação do devedor e dos administradores com a burocracia exigida na forma do art. 66 da lei, com a oitiva do comitê de credores ou do administrador judicial e a autorização judicial. Nessa linha de entendimento, Leonardo Adriano Ribeiro Dias apresenta uma interpretação mais adequada do art. 66, diferenciando as contas do ativo realizável a longo prazo e do ativo permanente dentro do novo conceito de ativo não circulante:

---

à recuperação judicial” (KIRSCHBAUM, Deborah. *A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 2009. 203f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 134).

<sup>103</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 316.

<sup>104</sup> Depois de reproduzir as críticas mencionadas, Mario Sergio Milani concorda com a opinião de Eduardo Secchi Munhoz (MILANI, Mario Sergio. *Lei de recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência comentada*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 286).

<sup>105</sup> DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 249.

As alterações na legislação, contudo, não modificam a interpretação que deve ser dada à expressão “ativo permanente”, constante no art. 66 da LRE, de modo que, a rigor, será necessária a prévia autorização do juiz para alienação ou oneração dos bens ou direitos do hoje denominado “ativo não circulante” que sejam classificados nos grupos que compunham o ativo permanente até as alterações implementadas pela Lei n. 11.941/09, quais sejam, investimentos, imobilizado e intangível. Isso significa que a alienação ou oneração de ativos realizáveis a longo prazo, que hoje integram o grupo de ativos não circulantes, não necessita de prévia autorização do juiz.<sup>106</sup>

O mesmo entendimento foi adotado pela Min. Nancy Andrighi em julgamento da 3ª Turma do Superior Tribunal de Justiça (STJ), ao reconhecer que a restrição do art. 66 diz respeito às antigas contas do ativo permanente, e não à conta do ativo realizável a longo prazo.<sup>107</sup>

Essa é a correta interpretação da expressão “ativo permanente” presente no art. 27, inciso II, alínea c e no art. 66 da LREF. Com efeito, a Lei nº 11.101/2005 não pode adotar a nova classificação do ativo, tendo em vista a disparidade nas finalidades do ativo permanente e do ativo realizável a longo prazo: aquele objetiva a manutenção da atividade empresarial, enquanto este se destina à conversão em moeda.<sup>108</sup> Essa interpretação mantém a intenção do legislador de dificultar a venda e a oneração de ativos essenciais para a preservação da empresa, em linha com os objetivos traçados pelo art. 47 e pela parte final do §3º do art. 49 da lei.<sup>109</sup> Assim, não haveria óbice legal à alienação ou oneração de bens ou direitos do ativo circulante ou do ativo realizável a longo prazo sem a oitiva do comitê de credores e a posterior autorização judicial – a ampliação do significado da expressão “ativo permanente” inserida na Lei nº 11.101/2005 para alcançar o ativo realizável a longo prazo exigiria uma forte construção

---

<sup>106</sup> DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 244-245.

<sup>107</sup> Confira-se o seguinte trecho da ementa: “Assim, sejam os direitos creditórios (a depender de seu vencimento) classificados como ‘ativo circulante’ ou como ‘ativo realizável a longo prazo’, o fato é que, como tais rubricas não podem ser classificadas na categoria ‘ativo permanente’, a restrição à celebração de contratos de *factoring* por empresa em recuperação judicial não está abrangida pelo comando normativo do art. 66 da LREF” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.783.068/SP, Nancy Andrighi, 3ª Turma, 05 fev. 2019).

<sup>108</sup> De acordo com José Luiz Bulhões Pedreira: “São bens do ativo permanente os destinados a serem usados de modo permanente na manutenção das atividades da sociedade e da empresa, ou como fontes de rendimentos; distinguem-se dos bens do ativo realizável, que são destinados à conversão em moeda” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Direito das companhias*. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1573-1574).

<sup>109</sup> A parte final do §3º do art. 49 da LREF dispõe que durante o período de 180 dias de suspensão das ações e execuções os credores não submetidos aos efeitos da recuperação – como os titulares da posição de proprietário fiduciário – vendam ou retirem do estabelecimento do devedor em recuperação todos os bens de capital que forem essenciais à continuidade da empresa. Como se pode perceber, a lei oferece um tratamento diferenciado aos bens essenciais, assim como aqueles integrantes do ativo permanente.

jurisprudencial, por se tratar de interpretação extensiva de uma norma restritiva, a exemplo do que ocorreu com a prorrogação do *stay period*.<sup>110</sup>

Tudo que foi exposto até o momento vale para a alienação e oneração de bens e direitos após o pedido de recuperação judicial e antes da aprovação do plano de recuperação. No entanto, essa situação muda depois da aprovação do plano, razão pela qual deve ser tratada detalhadamente.

#### 1.4.2. A alienação e a oneração do ativo após a aprovação do plano de recuperação judicial

Viu-se até o momento o funcionamento da alienação e da oneração de ativos no período entre a distribuição do pedido de recuperação judicial e a aprovação do plano pela assembleia geral de credores. Esse é o período mais crítico para o devedor em recuperação, sobretudo quando as disponibilidades do caixa estão reduzidas, mostrando-se necessária a injeção urgente de capital.

É nesse momento em que ocorre a discussão das cláusulas do plano com os assessores financeiros e a negociação com os credores, quando são ventiladas as possibilidades de venda de ativos – a exemplo da alienação de unidades produtivas isoladas – e de captação de recursos ao longo do desenvolvimento da recuperação.

Com o objetivo de maximizar as chances de aprovação do plano e evitar a convalidação da recuperação judicial em falência, a confecção do plano deve levar em conta os interesses dos credores dentro das possibilidades do devedor em recuperação. Para esse efeito, como se disse anteriormente, o art. 50 da LREF traz um rol exemplificativo dos diferentes meios de recuperação possíveis, alguns dos quais envolvem a venda de ativos. A título ilustrativo, o inciso VII do art. 50 permite o trespasse do estabelecimento empresarial, o inciso IX admite a dação em pagamento de bens do ativo e o inciso XI possibilita que o devedor em recuperação venda parte de seus bens, tudo isso com o propósito de angariar recursos para a recuperação, otimizar a atividade empresarial e realizar o pagamento dos credores.

Como se pode deduzir, não é necessário observar os requisitos do art. 66 na alienação e na oneração de ativos com previsão no plano, justamente em razão da manifestação dos credores na assembleia geral, que deve analisar a utilidade do ato a ser praticado e as suas

---

<sup>110</sup> O §4º do art. 6º da LREF estipula que o prazo de suspensão das ações e execuções contra o devedor em recuperação não pode ser prorrogado em hipótese alguma. Apesar disso, a jurisprudência dos tribunais mitigou a regra e admite a prorrogação do *stay period* “quando comprovada a sua necessidade para o sucesso da recuperação e não evidenciada a negligência da parte requerente” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no AREsp nº 639.746/MG, Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, 06 ago. 2015).

consequências para a recuperação da empresa.<sup>111</sup> Assim, a autorização para os referidos atos de disposição envolvendo bens ou direitos do ativo permanente – conforme interpretação adotada neste trabalho – deixa de ser atribuição do juiz e é transferida aos credores.<sup>112</sup>

A situação se altera depois da aprovação do plano: caso o devedor em recuperação pretenda alienar ou onerar outros bens do seu ativo permanente, sem que haja qualquer previsão nesse sentido no plano, a venda ou oneração de bens ou direitos do ativo permanente não poderá ser realizada por meio do procedimento do art. 66 da LREF. Tais atos de disposição podem modificar substancialmente as condições do plano de recuperação, razão pela qual caberia à assembleia geral de credores deliberar a respeito da venda ou da oneração dos ativos, afastando-se a atribuição do juiz de decidir acerca da utilidade da operação.<sup>113</sup>

---

<sup>111</sup> De acordo com Fábio Ulhoa Coelho: “A utilidade do ato é presumida em termos absolutos se previsto no plano de recuperação judicial aprovado em juízo. Nesse caso, o bem pode ser vendido ou onerado, independentemente de qualquer outra formalidade ou anuência” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 259-260). E na lição de Humberto Lucena Pereira da Fonseca: “Caso a alienação ou a oneração faça parte do plano de recuperação judicial, a Lei corretamente supõe que já tenha havido o reconhecimento pelos credores da utilidade do ato para o soerguimento do devedor. Assim, dispensa-se novo escrutínio acerca de seus objetivos e possíveis consequências, evitando-se burocracia desnecessária” (FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (Coord.). *Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 452).

<sup>112</sup> Conforme ensinamento de Eduardo Secchi Munhoz: “A parte final do dispositivo excepciona a necessidade de autorização judicial, após a oitiva do comitê de credores, para a alienação de bens do ativo permanente prevista no plano de recuperação. A razão é evidente: com a aprovação do plano, a assembleia geral de credores terá aprovado a reorganização da empresa e todos os atos necessários à sua implementação. Nesse caso, portanto, o poder de decisão quanto à matéria deixa de ser do juiz e passa a ser dos credores, reunidos na assembleia geral. Ainda, porém, que a alienação esteja prevista no plano de recuperação, se acarretar a supressão ou a modificação de garantia real, dependerá necessariamente da anuência do titular da garantia, o que significa uma exceção relevante ao princípio majoritário nas decisões concernentes à recuperação da empresa” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 316).

<sup>113</sup> Confira-se a lição de Luiz Roberto Ayoub e de Cássio Cavalli: “Se o plano de recuperação judicial já houver sido aprovado pelos credores, caso a empresa pretenda alienar ou onerar bem do ativo não circulante sem que haja previsão expressa no plano, não incidirá a regra do art. 66 da LRF. Nesse caso, haverá a necessidade de convocação de nova assembleia-geral de credores para aprovar a alienação ou oneração enquanto modificação do plano de recuperação judicial anteriormente aprovado” (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 103). Ainda na doutrina, Leonardo Adriano Ribeiro Dias posiciona-se da mesma forma: “Da distribuição do pedido até a assembleia que deliberar sobre o plano, é provável que o devedor necessite vender parte de seu ativo permanente para ‘fazer caixa’ e manter suas atividades. Entretanto, a convocação de uma assembleia de credores para deliberar a respeito da matéria vai de encontro à urgência que requer o negócio, além do inconveniente gerado pelos eventuais custos de convocação e instalação da assembleia. Assim, justifica-se que, no início do processo de recuperação, a operação passe pelo crivo do juiz, embora pareça mais razoável a posição admitida por Eduardo Secchi Munhoz e mencionada acima, na qual tal aprovação deveria competir ao comitê de credores (e, supletivamente, ao administrador judicial). Da deliberação sobre o plano em diante, a operação, se não estiver nele prevista, deverá ser apreciada pelos credores em nova assembleia, pois é no plano de recuperação que devedor e credores acordam todos os seus direitos e obrigações, na premissa de que é mais conveniente, no caso concreto e sob o ponto de vista econômico, aprovar a recuperação da empresa ao invés de levá-la à falência – premissa essa que fica abalada com a venda de bens do ‘ativo permanente’ – comprometendo a capacidade de cumprimento do plano aprovado” (DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 253). E na jurisprudência do TJSP: “Aprovação do plano e deferimento da recuperação. Posterior

Com efeito, embora a redação do art. 66 não deixe clara a sua inaplicabilidade após a aprovação do plano, é evidente que a alienação e a oneração de bens ou direitos do ativo permanente podem afetar o efetivo cumprimento do plano. A venda de uma planta industrial em operação, por exemplo, pode importar em uma redução nas projeções futuras de faturamento da empresa e inviabilizar a recuperação com base no plano aprovado. Por isso, é imprescindível consultar a assembleia geral de credores a respeito da operação que se pretende realizar.<sup>114</sup>

Diante da necessidade de nova deliberação da assembleia geral de credores surge a seguinte indagação: seria possível inserir uma cláusula genérica no plano prevendo a venda de bens ou direitos do ativo permanente sem especificá-los?

De um lado, Leonardo Adriano Ribeiro Dias admite essa possibilidade a fim de conferir maior flexibilidade à gestão do devedor em recuperação e garantir que o plano seja cumprido, mas adverte que a operação deve ser realizada dentro das condições de mercado, em virtude do risco de questionamento pelos credores.<sup>115</sup>

De outro lado, Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli entendem que essa cláusula genérica iria de encontro à razão de ser do art. 66 e não poderia ser admitida.<sup>116</sup> Como se sabe, conquanto o juiz não possa apreciar o mérito do plano de recuperação, o controle da legalidade do plano se insere entre as suas atribuições. Nesse contexto, verifica-se a tendência na jurisprudência de reconhecer a ilegalidade de cláusulas genéricas e mal redigidas. O

---

pedido de venda de ativos permanentes de uma das empresas do grupo. Deferimento pelo juiz após oitiva do Comitê de Credores e do administrador judicial. Inadmissibilidade. Venda que altera substancialmente o plano aprovado e afeta os interesses dos credores, necessitando autorização da assembleia-geral de credores” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0042493-80.2009.8.26.0000, Boris Kauffmann, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais, 06 out. 2009).

<sup>114</sup> Nada obstante, Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli sustentam que a alienação judicial do ativo, com o consequente depósito judicial dos valores obtidos, seria uma exceção à necessidade de deliberação da assembleia geral de credores, hipótese na qual o juiz poderia autorizar a venda de bens após a aprovação do plano (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 104).

<sup>115</sup> Veja-se a exposição do autor: “Sem embargo, seria defensável que o plano contivesse apenas autorização genérica para que o devedor possa, durante o prazo de recuperação judicial, alienar ou onerar ativos, o que em tese lhe permitiria maior flexibilidade de negociação. Contudo, tais atos podem ser objeto de questionamento pelos credores, se realizados fora das condições de mercado, em prejuízo da empresa ou se beneficiarem apenas um credor ou grupo de credores em detrimento dos demais. Isso sem falar do risco de ação revocatória, pois se poderia entender que o ato não foi realizado na forma definida no plano de recuperação judicial, não se aplicando, portanto, a escusa do art. 131 da LRE” (DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 252).

<sup>116</sup> Nesse sentido: “As normas concursais contidas na Lei 11.101/2005 também integram o conjunto da legislação a limitar o plano de recuperação judicial. Com efeito, conquanto determinadas regras da Lei 11.101/2005 não sejam postas expressamente como limites ao plano, é certo que elas acabam por constituir limitações a ele. Assim, por exemplo, o plano não pode prever cláusula genérica que lhe autoriza o devedor a vender bem do ativo não circulante que não esteja indicado no plano, por conta do disposto no art. 66 da LRF” (AYOUB; CAVALLI, op. cit., p. 224).

Des. Pereira Calças, à época integrante da Câmara Reservada à Falência e Recuperação do TJSP, também defende a ilegalidade dessa previsão genérica por desrespeito ao art. 66 da LREF.<sup>117</sup>

Ainda que ambas as posições tenham seus méritos, na prática, o juiz deverá analisar as circunstâncias do caso concreto e verificar se a inclusão de uma cláusula genérica poderia criar um ambiente propício à dilapidação do patrimônio do devedor em recuperação e ao descumprimento do plano. Se a implementação do plano não for afetada de maneira substancial, a previsão genérica de venda de ativos poderia ser admitida como uma forma de agilizar a atuação do devedor e evitar o acúmulo de bens inúteis e ociosos – muitas vezes com um alto custo de manutenção ou rápida depreciação –, submetendo-se a operação à posterior confirmação pela assembleia geral de credores. Isto é, no caso de bens integrantes do ativo permanente (conforme delineado anteriormente), pois os bens integrantes das demais contas do ativo podem ser livremente alienados pela administração do devedor.

E se o cumprimento do plano for substancialmente atingido pela alienação dos ativos, ainda assim é possível que a venda seja realizada. Para isso, é necessário que o devedor apresente um aditamento ao plano de recuperação aprovado e o submeta à apreciação da assembleia geral de credores, seguindo-se o mesmo iter procedimental da aprovação e homologação do plano.<sup>118</sup> Nesse caso, o aditamento serviria tanto para autorizar a alienação dos ativos, como para promover uma readequação das cláusulas do plano à luz do impacto na sua viabilidade econômica decorrente da venda.

Considerada a impossibilidade de utilização do procedimento do art. 66 da LREF após a aprovação do plano, convém abordar as consequências do seu desrespeito pelo devedor em recuperação.

---

<sup>117</sup> Eis o trecho do acórdão relatado pelo Des. Pereira Calças: “Há ainda outra ilegalidade. O plano autoriza a recuperanda a vender bens, equipamentos e veículos que se tornem ociosos ou prescindíveis, devendo o numerário ser aplicado na melhoria das condições de pagamento dos credores (fl. 92). Ora, o art. 66, da Lei nº 11.101/2005, preceitua que após a distribuição do pedido de recuperação judicial o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, salvo evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o Comitê, com exceção daqueles previamente relacionados no plano de recuperação judicial. Por isso, a autorização genérica, automática e independente de autorização judicial para a alienação de bens que a devedora, ao seu livre alvedrio, entender que são ociosos ou prescindíveis, maltrata a regra de ordem pública acima referida, acarretando a nulidade do plano” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0168318-63.2011.8.26.0000, Pereira Calças, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 17 abr. 2012).

<sup>118</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 253.



#### 1.4.3. As consequências da inobservância do art. 66 da Lei nº 11.101/2005

O art. 66 da LREF é considerado uma regra de ordem pública e deve ser observado pelo devedor em recuperação. No entanto, é possível que na prática o devedor aliene ou onere bens ou direitos do ativo permanente (dentro dos contornos expostos anteriormente) com o descumprimento dos requisitos do art. 66, o que poderia ter diferentes consequências a depender da posição doutrinária adotada pelo juízo da recuperação.

É importante mencionar, desde logo, que o terceiro adquirente ou beneficiado pela oneração dos ativos, normalmente, é assessorado por advogados na operação que pretende realizar com o devedor em recuperação; em razão disso, caso o art. 66 da lei seja desrespeitado, dificilmente será possível caracterizá-lo como um terceiro de boa-fé, que não tinha conhecimento da necessidade de observância dos trâmites legais. Sem prejuízo de outras hipóteses, pode-se pensar em uma situação na qual o terceiro de fato estaria atuando de boa-fé: quando se trata de alienação ou oneração de bens do ativo realizável a longo prazo, devido à confusão em torno da correta interpretação da expressão “ativo permanente” constante no art. 66 da LREF (o que se viu anteriormente).

Fora os casos de evidente boa-fé (analisados casuisticamente), na maioria das vezes, as consequências do descumprimento do art. 66 da lei terão maior impacto sobre o devedor em recuperação e seus credores. Isso, porque a desconstituição da operação devolverá as partes ao *status quo ante*, de modo que o devedor haverá de restituir os recursos obtidos (com a venda ou com o empréstimo garantido por seus bens).<sup>119</sup> Tais valores, por certo, são considerados não sujeitos aos efeitos do plano de recuperação e podem impactar consideravelmente no cumprimento do plano (principalmente, no pagamento aos credores sujeitos). Assim, ao observar as diferentes correntes de entendimento, deve-se ter em mente a repercussão sobre o processo de recuperação do devedor.

---

<sup>119</sup> No caso de um contrato de mútuo com garantia irregularmente constituída à luz do art. 66 da LREF, em vez de realizar o pagamento das prestações conforme o cronograma contratual, o devedor em recuperação seria obrigado a restituir o valor obtido com o empréstimo integralmente e de uma só vez (salvo estipulação contrária por acordo entre as partes).

A primeira posição, de Humberto Lucena Pereira da Fonseca<sup>120</sup> e Marcelo Barbosa Sacramone,<sup>121</sup> entende que o negócio jurídico realizado em contrariedade ao art. 66 seria considerado nulo, por aplicação do art. 166, inciso VII do CC,<sup>122</sup> ao argumento de que tal dispositivo incidiria na hipótese em que a lei veda a prática de determinado ato sem lhe impor uma penalidade ou sanção. Como não há consequência legal prevista para o descumprimento do art. 66 da LREF, aplicar-se-ia a regra geral sobre a nulidade do negócio jurídico.

Embora a Lei nº 11.101/2005 seja omissa, convém lembrar que o regime de recuperação judicial é pautado pelo princípio da preservação da empresa e, nesse caso, o devedor em recuperação (assim como seus credores) seria impactado negativamente pela necessidade de retorno das partes ao *status quo ante* e a devolução dos valores recebidos – o que muito provavelmente afetaria o cumprimento do plano e o sucesso da recuperação. Na função de preenchimento das lacunas legais, o princípio da preservação da empresa obstaría o reconhecimento da nulidade do negócio jurídico como resposta para o descumprimento do art. 66 da lei (considerando-se os interesses de devedor, dos credores e de todos os *stakeholders*) – outra solução deve ser adotada para o caso.

Nos termos da segunda posição, Fábio Ulhoa Coelho<sup>123</sup> afirma que o desrespeito à regra do art. 66 constituiria descumprimento de obrigação legal, enquanto para Silvânio

---

<sup>120</sup> Confira-se: “A solução, portanto, é dada pelo Código Civil, Lei nº 10.406, de 10 de junho de 2002, cujo art. 166, VII, reputa nulo o negócio jurídico quando a lei lhe proíbe a prática sem cominar sanção. É o caso do art. 66. Dessa forma, é nula a alienação e a oneração de bem do ativo permanente do devedor em recuperação sem autorização judicial, razão pela qual é preciso que os adquirentes ou beneficiários do ônus cerquem-se de cuidados ao negociar com empresários ou sociedades empresárias, verificando perante o Registro de Empresas se existe a anotação da recuperação judicial, exigida pelo art. 69, parágrafo único” (FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (Coord.). *Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 452-453).

<sup>121</sup> SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 286.

<sup>122</sup> Art. 166, CC. É nulo o negócio jurídico quando: (...) VII - a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção.

<sup>123</sup> Veja-se a posição de Fábio Ulhoa Coelho: “No dispositivo equivalente da lei anterior (na verdade, no referente às limitações impostas ao concordatário) – art. 149 – a inobservância das restrições legais acarretava a ineficácia do ato em caso de falência. (...) Não há previsão semelhante na lei atual. Desse modo, a inobservância das restrições deve ser considerada descumprimento de obrigação legal por parte do requerente da recuperação judicial, em razão da qual cabe a convalidação desse processo em falência” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 260).

Covas<sup>124</sup> haveria desobediência ao plano de recuperação, na forma do art. 73, inciso IV da lei,<sup>125</sup> o que, de acordo com ambos os autores, ensejaria a convolação da recuperação judicial em falência. Vale mencionar que essa posição já foi adotada pelo Des. Pereira Calças no âmbito do TJSP: “A alienação de ativos da empresa em recuperação, por cessão de quotas com implícito e oblíquo trespasse do estabelecimento, sem autorização do juiz, vulnera o art. 66 e caracteriza infração legal que impõe a convolação da recuperação judicial em falência”.<sup>126</sup>

No entanto, é importante lembrar que a convolação da recuperação judicial em falência é por vezes afastada para garantir a continuidade da empresa – a exemplo da prática comum de se permitir o aditamento ou a apresentação de um novo plano de recuperação para evitar o decreto de quebra. Assim, não seria razoável que o juiz determinasse a automática convolação em falência: seria exagerado por demais decretar a falência do empresário individual, da EIRELI ou da sociedade empresária com plenas condições de se reerguer, unicamente por causa do descumprimento dos requisitos do art. 66. Essa também não seria uma boa solução, à luz do princípio da preservação da empresa.

De acordo com a terceira posição, defendida por Ecio Perin Júnior,<sup>127</sup> Waldo Fazzio Júnior<sup>128</sup> e Luiz Guerra,<sup>129</sup> os atos de alienação ou oneração praticados irregularmente seriam

---

<sup>124</sup> No mesmo sentido: “A lei anterior previa que vender ou onerar bens sem a prévia autorização do juiz gerava a ineficácia do ato, ainda que os adquirentes estivessem de boa-fé. Entretanto, inexistente previsão equivalente na lei em comento, podendo-se considerar a inobservância desse artigo 66 como descumprimento do plano de recuperação judicial, no qual, previamente, constam os bens que podem ser transacionados livremente, sem a necessidade de autorização judicial, ocasionando a possibilidade jurídica de convolação da recuperação em falência, de acordo com o §1º do artigo 61” (COVAS, Silvano. In: LUCCA, Newton de; SIMÃO FILHO, Adalberto (Coord.). *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falências*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 319).

<sup>125</sup> Art. 73, LREF. O juiz decretará a falência durante o processo de recuperação judicial: (...) IV – por descumprimento de qualquer obrigação assumida no plano de recuperação, na forma do § 1º do art. 61 desta Lei.

<sup>126</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 0119543-22.2008.8.26.0000, Pereira Calças, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais, 09 jun. 2009.

<sup>127</sup> Nas palavras do autor: “Pela Lei n. 11.101/2005, caso os referidos negócios ocorram sem observância das devidas autorizações legais mencionadas, são considerados ineficazes perante a massa falida, se posteriormente rescindida a recuperação judicial e decretada a falência” (PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 365).

<sup>128</sup> Segundo Waldo Fazzio Júnior: “A sanção para a inobservância da restrição é a ineficácia do ato, se rescindida a recuperação judicial. Com a eclosão da falência, a alienação efetuada contra expressa disposição legal do art. 66 torna-se ineficaz, ainda que de boa-fé os adquirentes” (FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Lei de falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 167).

<sup>129</sup> E no mesmo sentido: “A venda ou oneração de bens do ativo permanente, após a distribuição do pedido, sem prévia autorização judicial, implica declaração de ineficácia do ato, independentemente do terceiro contratante ter ou não conhecimento do estado econômico-financeiro do devedor ou mesmo do deferimento do processamento da recuperação, tenha ou não intenção de prejudicar credores, esteja o terceiro ou não em conluio fraudulento” (GUERRA, Luiz. *Falências e recuperações de empresas: crise econômico-financeira*. v. 2. Brasília: Guerra, 2011, p. 734).

considerados ineficazes perante a massa falida, em caso de posterior decretação da falência do devedor em recuperação. Essa posição resgata o tratamento conferido à concordata, conforme previsão do art. 149, parágrafo único do Decreto-Lei nº 7.661/1945.<sup>130</sup>

Com efeito, esse entendimento prestigiaria o processo de recuperação e garantiria a manutenção da operação, conferindo efetividade ao princípio da preservação da empresa. Os atos de alienação ou oneração seriam ineficazes apenas com a convolação da recuperação judicial em falência, hipótese na qual não haveria presunção de validade dos atos na forma do art. 74 da LREF e, conseqüentemente, não se aplicaria o art. 67 para considerar o crédito do terceiro como extraconcursal na falência – tal credor seria considerado quirografário e receberia juntamente com os demais credores de sua classe. O problema desse entendimento consiste no potencial acobertamento de operações fraudulentas ou realizadas de má-fé nos casos de não decretação da falência – em tais situações, o juízo da recuperação deveria poder analisar a higidez do negócio mesmo durante o processo de recuperação.

É aí que surge a quarta posição, de Leonardo Adriano Ribeiro Dias, segundo a qual o juiz deve avaliar se a operação realizada em violação ao art. 66 foi realmente útil e se foi realizada com o fim de preservar a empresa, pois nesse caso não seria possível desconstituir a operação. Por outro lado, nos casos de atuação fraudulenta ou de desnecessidade do negócio, caberia o desfazimento dos atos praticados. Tal posição, de certa forma, se assemelharia à terceira corrente doutrinária, na medida em que o desfazimento da operação estaria condicionado a um evento futuro e incerto (e objeto de decisão judicial). Na lição do autor:

“Todavia, pode ser que a alienação ou oneração do bem tenha se mostrado não somente útil, mas também imperativa para a manutenção das atividades da empresa no curto prazo ou para que se vislumbresse uma eventual viabilidade do plano de recuperação. Em muitos casos, a empresa pode necessitar de recursos imediatos, seja para pagar fornecedores e trabalhadores, seja para realizar manutenção de equipamentos sem os quais o exercício da atividade ficaria seriamente comprometido. Dessa feita, a obtenção de empréstimos com tal finalidade, mediante a conferência de bens do “ativo permanente” sem a prévia autorização judicial não seria invalidada em caso de falência, pois a operação teria sido realizada com o fim de preservar a empresa e no melhor interesse dos credores. Evidentemente, o ato seria invalidado se restasse demonstrado que sua celebração foi pautada por fraude ou se era absolutamente desnecessária para a manutenção do negócio naquele momento. Na prática, não se dispensa o exame da “utilidade” do ato, previsto no art. 66,

---

<sup>130</sup> Art. 149, Decreto-Lei nº 7.661/1945. Enquanto a concordata não fôr por sentença julga cumprida (art. 155), o devedor não pode, sem prévia autorização do juiz, ouvido o representante do Ministério Público, alienar ou onerar seus bens imóveis ou outros sujeitos a cláusulas da concordata; outrossim, sem o consentimento expresso de todos os credores admitidos e sujeitos aos efeitos da concordata, não lhe é permitido vender ou transferir o seu estabelecimento.

Parágrafo único. Os atos praticados pelo concordatário com violação dêste artigo, são ineficazes relativamente à massa, no caso de rescisão da concordata.

pois ela poderá ser aferida pelo juiz quando da convolação da recuperação judicial em falência ou caso algum credor, o administrador judicial ou o Ministério Público se manifestem contrariamente à operação. Com esse entendimento, a adoção das medidas necessárias e urgentes para a conservação da empresa são facilitadas e estimuladas.<sup>131</sup>

Ao permitir a preservação do negócio em benefício do devedor, dos *stakeholders* e da coletividade de credores, bem como a análise da operação ainda no curso do processo de recuperação, a quarta posição se apresenta como a mais acertada sob a ótica do princípio da preservação da empresa, de modo que a alienação ou oneração de bens ou direitos do ativo permanente (conforme conceito adotado neste trabalho) que tenham utilidade para o processo de recuperação sejam avaliadas e confirmadas pelo juiz *a posteriori*. E caso se verifique algum indício de fraude por parte do devedor em recuperação, desfaz-se a operação e retorna-se ao *status quo ante* (salvo no caso de terceiro de boa-fé, embora tal situação pareça improvável). Por certo, o devedor em recuperação poderá ser prejudicado (assim como seus credores) e o plano eventualmente aprovado poderá se tornar inviável, mas esta solução impediria a prática da fraude (uma possível limitação ao canivete suíço do princípio da preservação da empresa), ao mesmo tempo em que permitiria a continuidade do processo de recuperação (sem a automática convolação em falência) e a apresentação de um aditamento ao plano (se for o caso).

Examinadas as principais características da venda de unidades produtivas isoladas e da alienação e oneração de bens e direitos do ativo permanente, é importante analisar as modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial.

### **1.5. As modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial**

Como se pôde observar, a Lei nº 11.101/2005 possibilita ao devedor em recuperação judicial alienar ou constituir ônus sobre seus ativos no curso do processo de recuperação, utilizando-se do procedimento do art. 66 ou com a inclusão do ato de disposição no plano, como um dos meios usados para o soerguimento da empresa. Apesar disso, o capítulo da lei que trata da recuperação judicial não possui regras específicas acerca do procedimento de venda dos ativos: o art. 60 se limita a dizer que a alienação judicial de unidades produtivas isoladas, nos termos do plano de recuperação, deve observar a regra do art. 142 da LREF.<sup>132</sup>

---

<sup>131</sup> DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 251.

<sup>132</sup> Art. 142, LREF. O juiz, ouvido o administrador judicial e atendendo à orientação do Comitê, se houver, ordenará que se proceda à alienação do ativo em uma das seguintes modalidades: I – leilão, por lances orais; II – propostas fechadas; III – pregão.

O art. 142 trata da venda ordinária de bens na falência e as modalidades que podem ser adotadas para tanto. Significa dizer que a venda judicial de ativos na recuperação judicial deve observar o procedimento previsto no art. 142, em virtude da remissão do art. 60. As modalidades de venda ordinária de bens são o leilão por lances orais, as propostas fechadas e o pregão – modalidades por demais restritivas, ao que parece.

Há controvérsia nos comentários da doutrina ao referido dispositivo sobre quem teria a prerrogativa de escolher a modalidade de alienação dos ativos, se o juiz ou o administrador judicial. É importante ressaltar que o dispositivo está inserido no capítulo relativo à falência, razão pela qual há uma ênfase maior à atuação do juiz e do administrador judicial, visto que o empresário individual, o titular da EIRELI e os administradores da sociedade empresária são afastados da gestão da empresa com o decreto falimentar. A doutrina aparentemente majoritária entende que a escolha da modalidade de venda ordinária é uma opção a ser realizada pelo juízo da falência.<sup>133-134</sup>

Essa discussão não pode ser transposta à recuperação judicial, pois o empresário individual, o titular da EIRELI e os administradores da sociedade empresária continuam na condução da empresa, ao contrário do que ocorre na falência, hipótese na qual o administrador judicial assume a gestão da massa falida objetiva. Some-se a isso o fato de que o plano de recuperação é elaborado pelo devedor, conforme a prerrogativa do art. 53 da LREF – e qualquer modificação ao plano apresentado em juízo pelo devedor deve ter sua concordância, na forma do §3º do art. 56 da lei.

Nessa esteira, a cláusula do plano que trata da eventual venda de ativos poderia indicar o procedimento a ser seguido, com a escolha pelo devedor de uma das modalidades de venda ordinária de bens. O mesmo poderia ocorrer na alienação de ativos na forma do art. 66

---

<sup>133</sup> De acordo com a lição de José da Silva Pacheco: “Cabe, pois, ao juiz, como já salientamos, a escolha e a determinação da modalidade que deve ser adotada. Se, ao ouvir o administrador judicial e o Comitê, constatar divergência de entendimento a respeito da alienação, deverá, em despacho fundamentado, determinar a modalidade que deve ser observada na alienação dos bens da massa falida” (PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 407). Manoel Justino Bezerra Filho se posiciona da mesma maneira: “A escolha da modalidade de venda do ativo do devedor falido é prerrogativa do juiz, como presidente do processo; ouvirá o Comitê, caso existente, e determinará, em despacho fundamentado, se houver divergência, por qual modalidade será feita a alienação, entre as três que a Lei prevê” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação e falências comentada*. 12. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017, p. 363).

<sup>134</sup> Em sentido contrário, Ecio Perin Júnior entende que essa é uma prerrogativa do administrador judicial – o que faz sentido, levando em consideração o seu conhecimento dos bens arrecadados e a sua proximidade com a gestão da massa falida: “Cabe ao administrador judicial, com a anuência do Comitê de Credores, se houver, decidir acerca da forma de realização do ativo, podendo optar entre três sistemas distintos para a alienação dos bens arrecadados, quais sejam, por leilão, por propostas fechadas ou por pregão, nos exatos termos do art. 142 da LFRE” (PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 189).

da LREF, com a indicação da modalidade que mais se adequaria aos interesses do devedor e da coletividade de credores. Tal previsão seria submetida à deliberação dos credores em assembleia geral (ou audiência de gestão democrática, no caso do art. 66) e passaria posteriormente pelo crivo do juízo da recuperação.

Além das modalidades de venda ordinária de bens, os arts. 144 e 145 da LREF preveem as modalidades de venda extraordinária na falência. Na hipótese do art. 144, o administrador judicial ou o comitê de credores apresentam ao juiz uma proposta de alienação alternativa (como a venda direta), o qual poderá autorizá-la, desde que devidamente justificada por razões econômicas ou mercadológicas. Desse modo, seria possível que um terceiro procurasse o administrador judicial (ou até mesmo o contrário) e apresentasse uma proposta de venda extraordinária, fora dos padrões estabelecidos pelo art. 142. Nesse caso, haveria necessidade de uma decisão judicial autorizando a venda extraordinária.<sup>135</sup>

A seu turno, na hipótese do art. 145, os credores deliberam em assembleia geral e, com a aprovação de 2/3 (dois terços) dos créditos presentes na assembleia – conforme art. 46 da LREF<sup>136</sup> –, apresentam para homologação do juiz uma modalidade alternativa de venda do ativo. Nota-se que essa hipótese de venda extraordinária é mais complicada do que a prevista no art. 144, na medida em que depende da aprovação de maioria qualificada de credores. Nesse caso, o juiz apenas analisa o preenchimento dos requisitos formais e homologa a deliberação dos credores.<sup>137</sup>

---

<sup>135</sup> De acordo com Fábio Ulhoa Coelho: “Por decisão judicial, realiza-se a venda de forma extraordinária se o administrador judicial o solicitar, em petição que esclarece como pretende proceder e a devida justificação. Imagine que o administrador judicial encontrou alguém interessado em adquirir integralmente a empresa explorada pelo falido com a assunção da totalidade do passivo, mediante o pagamento dos créditos extraconcursais do processo de falência. É, sem dúvida, o melhor negócio para todos os credores (eventualmente só os sócios da sociedade falida poderiam ter alguma objeção a essa solução, mas a lei não prevê a manifestação deles).

Apresentada pelo administrador judicial proposta de realização extraordinária do ativo, o juiz poderá autorizá-la se convencido de sua pertinência e justiça. Poderá, também, indeferi-la, hipótese em que a realização do ativo terá seu curso ordinário” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 494).

<sup>136</sup> Art. 46, LREF. A aprovação de forma alternativa de realização do ativo na falência, prevista no art. 145 desta Lei, dependerá do voto favorável de credores que representem 2/3 (dois terços) dos créditos presentes à assembléia.

<sup>137</sup> Mais uma vez, segundo Fábio Ulhoa Coelho: “Por elevado grau de consenso na Assembleia, a venda extraordinária se realiza quando aprovada por credores que representam pelo menos 2/3 dos créditos titularizados pelos credores presentes. A proposta de venda extraordinária, nesse caso, parte normalmente de credor ou grupo de credores ou mesmo de terceiros interessados (como o administrador judicial tem legitimidade para requerer diretamente ao juiz a aprovação de modalidade de venda não circunscrita aos balizamentos legais, é improvável que ele se valha do caminho da construção do consenso entre os credores, bastante mais complexo).

De qualquer modo, parta de onde partir a proposta, se tiver sido alcançado em Assembleia esse grande nível de consenso sobre como realizar o ativo do falido, caberá ao juiz unicamente homologar a decisão e ao administrador judicial obediente executá-la” (COELHO, op. cit., p. 495).

Os arts. 144 e 145 são dispositivos que se aplicam na realização do ativo na falência, como sua própria redação sugere, e no processo de recuperação judicial? Caberia aplicar tais regras na alienação de ativos na recuperação judicial, em que pese a remissão do art. 60 se referir apenas ao art. 142? Embora tais dispositivos não tenham sido objeto de remissão pelo art. 60, seria possível sustentar a incidência dos arts. 144 e 145 na recuperação judicial, devido à sua inserção no sistema de venda de ativos do qual faz parte o art. 142.

No que diz respeito ao art. 145, uma parcela da jurisprudência tem admitido sua aplicação no âmbito da recuperação judicial, sobretudo considerando a prévia aprovação da operação pelos credores. Esse foi o caso da recuperação judicial da Veplan Hotéis e Turismo S/A, na qual o Des. Paulo Mauricio Pereira autorizou a venda direta e reconheceu a aplicabilidade ao processo de recuperação dos demais dispositivos relacionados à realização do ativo na falência, como se pode ver no seguinte trecho do seu voto:

Ressalte-se que tal possibilidade de realização do ativo de forma alternativa também existe na legislação atual, consoante o art. 145, da Lei 11.101/2005 e que, no meu entender, é aplicável à recuperação judicial, por força da regra do art. 60, do mesmo estatuto legal que, ao se referir ao art. 142, logicamente se refere também aos demais que se relacionam com a realização do ativo, pois não seria razoável admitir modos alternativos de venda na falência, medida mais drástica para o devedor e não admiti-los na recuperação judicial, em que a empresa mantém a sua personalidade jurídica e a gerência do seu negócio, como já dito acima.<sup>138-139-140</sup>

<sup>138</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0065427-90.2010.8.19.0000, Paulo Mauricio Pereira, 4ª Câmara Cível, 06 jul. 2011.

<sup>139</sup> O entendimento do TJRJ na recuperação judicial da Veplan Hotéis e Turismo S/A foi reafirmado pelo STJ: “[...] RECUPERAÇÃO JUDICIAL. VENDA DIRETA DE IMÓVEL APROVADA PELOS CREDORES NO PLANO DE RECUPERAÇÃO (...) Considere-se, ademais, que a modalidade de venda direta aqui realizada encontra respaldo no art. 145 da Lei n. 11.101/2005. Tal dispositivo possui redação cogente no sentido de determinar sua homologação pelo juiz quando aprovada pela assembleia geral de credores, o que não tem o condão de transformar a venda direta em venda por decisão judicial” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.374.643/RJ, João Otávio de Noronha, 3ª Turma, 06 maio 2014).

<sup>140</sup> Na recuperação judicial de Delta Construções S/A, a Des. Elisabete Filizzola também admitiu a venda extraordinária de bens na forma do art. 145, considerando as peculiaridades do caso: “[...] VI) Conquanto, em sede falimentar, a lei expressamente admita, além das modalidades ordinárias de alienação do ativo (leilão, propostas fechadas e pregão), ‘qualquer outra modalidade de realização do ativo, desde que aprovada pela assembleia-geral de credores’ (arts. 142 e 145, Lei 11.101/2005), o procedimento da recuperação judicial, na literalidade, consente apenas com a realização de hasta pública. Afinal, ‘a obrigatoriedade da hasta visa a otimizar o procedimento e assegurar a recuperação da empresa em crise’. Doutrina. VII) Regra que, todavia, merece temperamento pontual à luz das peculiaridades excepcionais dos casos concretos e da exegese sistemática da lei de regência e do espírito do instituto da recuperação de empresas. VIII) Espécie que versa sobre negócio i) de aportes multimilionários, ii) com alto grau de complexidade, iii) sujeito a diversas concepções e reestruturações societárias prévias, iv) num ramo especializado que, na atual conjuntura político-econômica, se mostra desaquecido e até vulnerável, considerando-se, ainda, que v) a proposta foi aprovada por mais de 90% dos credores, com anuência do Administrador Judicial e do Ministério Público; daí que, *in casu*, nitidamente evidenciada a ausência de prejuízo aos credores ou aos devedores em virtude da falta de ‘maior concorrência’; máxime em se tratando de irresignação de modesto credor, em contraste com a anuência da maciça maioria” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0014130-68.2015.8.19.0000, Elisabete Filizzola, 2ª Câmara Cível, 10 jun. 2015).



Observa-se, todavia, que há vozes na doutrina<sup>141</sup> e na jurisprudência<sup>142</sup> que admitem exclusivamente a alienação judicial prevista no art. 142, como decorrência da necessidade de publicidade, transparência e regularidade do processo de recuperação judicial. Contudo, deve-se levar em conta o meio de alienação que trará maiores benefícios e retornos para o devedor e para os credores; mais do que observar os termos estritos do art. 142, é importante que se busque dar efetividade ao princípio da preservação da empresa e se ofereça aos *stakeholders* envolvidos no processo de recuperação a escolha da melhor forma de realizar a alienação dos bens e direitos do devedor (aquela capaz de trazer mais recursos).<sup>143</sup>

Como se desenvolverá ao longo deste trabalho, ao contrário da falência, na recuperação judicial os credores e o devedor participam de um acordo plurilateral consubstanciado no plano de recuperação e que deve ser observado. Assim, proposto um procedimento de venda dos ativos no plano aprovado pela assembleia geral de credores, o juiz deve auxiliar no seu cumprimento. Não somente isso, como se viu, a venda e a oneração de ativos no curso da recuperação – na forma do art. 66 da LREF – também contam com a participação dos credores (pelo comitê de credores ou pela assembleia geral), de modo que o procedimento de venda aí ajustado também deve ser respeitado.

Nada obstante, a discussão acerca da modalidade adotada para a venda de ativos persiste e pode repercutir em um dos maiores atrativos da venda de ativos no processo de recuperação judicial: a ausência de sucessão do adquirente nas obrigações do alienante. É sobre esse tema que se passa a tratar.

---

<sup>141</sup> Na lição de Fábio Ulhoa Coelho: “Em outros termos, a venda será obrigatoriamente feita mediante hasta pública (leilão, propostas ou pregão). Não pode o plano estabelecer – mesmo que com isso consentam todos os credores e o devedor – a venda direta a terceiro nele identificado” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 250). Assim também: “A venda dos bens mencionada no caput do art. 60 deve ser feita obrigatoriamente, mediante hasta pública” (ARAÚJO, José Francelino de. *Comentários à lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 142).

<sup>142</sup> Veja-se: (i) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0151283-56.2012.8.26.0000, Francisco Loureiro, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 23 abr. 2013; (ii) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0253722-82.2011.8.26.0000, Pereira Calças, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 22 nov. 2011; (iii) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Paraná, AI nº 751.881-8, Renato Lopes de Paiva, 18ª Câmara Cível, 27 jun. 2012; e (iv) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Paraná, AI nº 937.180-8, Lauri Caetano da Silva, 17ª Câmara Cível, 31 set. 2012.

<sup>143</sup> Renata Martins de Oliveira Amado e Renato Gomes Ribeiro Maggio criticam a remissão apenas ao art. 142 da LREF e entendem que a venda não deveria se restringir às modalidades do art. 142, a fim de permitir ao devedor em recuperação obter o maior valor possível pelos seus ativos (AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. *Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial*. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 6, out./dez. 2017).

## 1.6. A questão da sucessão do adquirente nas obrigações do alienante

O trespasse do estabelecimento empresarial disciplinado pelo Código Civil prevê a responsabilidade do adquirente pelas obrigações contraídas pelo estabelecimento empresarial, nos termos do art. 1.146 do diploma civil.<sup>144</sup> É certo que o preço de venda do estabelecimento empresarial alienado nos termos do Código Civil deve ser substancialmente reduzido caso exista um grande passivo, seja ele decorrente de obrigações tributárias, trabalhistas ou de qualquer outra natureza. O valor de venda certamente seria superior caso não houvesse a responsabilidade do adquirente pelas obrigações do alienante.

Com o intuito de garantir que o devedor em recuperação e a massa falida (e os credores, direta ou indiretamente) sejam beneficiados com o recebimento do maior valor possível decorrente da venda de ativos, a Lei nº 11.101/2005 tratou de afastar expressamente a responsabilidade do adquirente na aquisição de filiais ou unidades produtivas isoladas durante a recuperação judicial e na aquisição de quaisquer ativos na falência. No entanto, não há qualquer previsão relativa à venda de ativos na forma do art. 66 da LREF. Essas discussões serão apresentadas e abordadas detalhadamente nos próximos itens.

### 1.6.1. A ausência de sucessão na alienação de unidades produtivas isoladas (art. 60, parágrafo único, Lei nº 11.101/2005)

Como forma de atrair interessados na aquisição de bens do devedor em recuperação judicial, o parágrafo único do art. 60 da LREF<sup>145</sup> estabelece que a alienação de filiais ou unidades produtivas isoladas prevista no plano de recuperação não implica sucessão do adquirente nas obrigações do devedor – diferentemente do que ocorre com o trespasse do estabelecimento empresarial regulado pelo Código Civil. O dispositivo é genérico ao afirmar que o adquirente não sucederá o alienante em suas obrigações e é específico ao mencionar as obrigações de natureza tributária. Além disso, o parágrafo único do art. 60 remete ao §1º do art. 141, inserido no capítulo de falência.

---

<sup>144</sup> Art. 1.146, CC. O adquirente do estabelecimento responde pelo pagamento dos débitos anteriores à transferência, desde que regularmente contabilizados, continuando o devedor primitivo solidariamente obrigado pelo prazo de um ano, a partir, quanto aos créditos vencidos, da publicação, e, quanto aos outros, da data do vencimento.

<sup>145</sup> Art. 60, parágrafo único, LREF. O objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, observado o disposto no § 1º do art. 141 desta Lei.

A omissão do dispositivo com relação às dívidas trabalhistas gerou incertezas quando da promulgação da lei. Tanto é assim que Silvânio Covas menciona a insegurança jurídica decorrente da ausência de tratamento adequado da matéria:

Se por um lado ressalta-se a clareza com que a sucessão das obrigações tributárias é tratada na Lei de Falências e na Lei Complementar 118/05, o mesmo não se pode dizer em relação à sucessão trabalhista, haja vista a inexistência de iniciativa regulatória, por exemplo, em relação ao artigo 448 da Consolidação das Leis do Trabalho – CLT, o que pode ensejar certa dificuldade na aplicação da lei, notadamente quando se tratar de conflitos que tenham como pano de fundo a alienação de filiais ou unidades produtivas isoladas.<sup>146</sup>

Isso inibiu interessados na aquisição de bens de devedores em recuperação judicial, conforme ressaltam Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli, ao tratarem do caso da Varig S/A Viação Aérea Rio-Grandense (Varig):

O caso da Varig foi um dos primeiros grandes casos de recuperação judicial no Brasil a enfrentar a interpretação do art. 60, parágrafo único, da LRF. Em seu plano, havia a previsão de alienação de unidades produtivas isoladas. Os potenciais compradores dos ativos operacionais da Varig, entretanto, encontravam-se em um cenário de incerteza institucional, ante o fato de que não sabiam se haveria ou não sucessão no passivo trabalhista caso adquirissem unidades produtivas da Varig. Em entrevista concedida à Folha de S. Paulo em maio de 2006, o presidente da TAM, sr. Marco Antônio Bologna, indagado se havia interesse em participar da compra de unidades produtivas isoladas da Varig, respondeu: "[o] que posso garantir é: a TAM não fará nada que tenha risco sucessório. Você entrar em um risco 'quarto escuro' é complicado. Mas, se houver um risco quantificável e dentro da precificação, é outra a análise". Referia-se o presidente da TAM ao fato de que, naquele momento, ainda não havia uma definição jurisprudencial acerca da interpretação do art. 60, parágrafo único, da LRF, especificando se haveria ou não sucessão no passivo trabalhista em caso de alienação de unidade produtiva isolada. O panorama, portanto, era de incerteza institucional. Em razão disso, diversos players importantes no mercado de aviação, que teriam condições de participar do leilão para a compra de ativos, abstiveram-se de dar lances. Por conseguinte, o valor de alienação dos ativos da Varig foi muito inferior ao que se esperava obter.<sup>147</sup>

---

<sup>146</sup> COVAS, Silvânio. In: LUCCA, Newton de; SIMÃO FILHO, Adalberto (Coord.). *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falências*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 311-312. No mesmo sentido: “Waldo Fazzio Junior e Fábio Guimarães Bensoussan afirmam que o adquirente teria que arcar com as obrigações trabalhistas do devedor, pois estas não teriam tantos privilégios e tanta proteção quanto as obrigações tributárias. Outrossim, eles asseveram que quando o legislador quis excluir a sucessão trabalhista, assim o fez expressamente, como no art. 141 da Lei nº 11.101/2005. A nosso ver, porém, mesmo as obrigações trabalhistas não serão transferidas ao adquirente do estabelecimento, porquanto tal sucessão inviabilizaria a continuação da atividade. O próprio artigo 60, parágrafo único, da Lei nº 11.101/2005 assevera que não haverá sucessão pelas obrigações do devedor, sem qualquer exclusão, denotando que também não haverá sucessão pelas obrigações trabalhistas” (TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. v. 3. São Paulo: Atlas, 2016, p. 233).

<sup>147</sup> AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 237.

A questão acabou por ser solucionada pela jurisprudência e doutrina no sentido de conferir uma interpretação extensiva à regra, de modo a abarcar de maneira inegável os créditos trabalhistas. É bem verdade que a remissão do parágrafo único do art. 60 da LREF ao inciso II do art. 141 estenderia o alcance da isenção de responsabilidade aos créditos decorrentes das relações trabalhistas e de acidentes de trabalho. Nesse sentido, Fábio Ulhoa Coelho<sup>148</sup> afirma que a exclusão da sucessão, embora pareça contrária aos interesses dos credores trabalhistas, é uma verdadeira estratégia para viabilizar o soerguimento da empresa em crise e permitir o cumprimento das obrigações e a satisfação dos créditos trabalhistas.

De fato, ao reduzir o passivo do estabelecimento empresarial a ser alienado, aumenta-se o seu valor de avaliação e mais recursos são obtidos com a venda, os quais podem ser direcionados ao processo de recuperação do devedor e aos credores. Isso, porque o risco de responsabilização do potencial comprador pelas dívidas do alienante é contabilizado no momento de fixar o preço do ativo – com a retirada dessa variável, a precificação do ativo se torna mais fácil e mais favorável ao devedor em recuperação, ora alienante.<sup>149</sup>

Com base nesse raciocínio, o Supremo Tribunal Federal (STF), no julgamento da ADI nº 3.934/DF, entendeu ser possível afastar a responsabilidade do adquirente pelo passivo trabalhista. O relator, Min. Ricardo Lewandowski, reconheceu a constitucionalidade da ausência de sucessão imposta pelo parágrafo único do art. 60 e pelo inciso II do art. 141, oponível aos credores trabalhistas, e citou o seguinte trecho do parecer do Senador Ramez Tebet, relator do projeto de lei que deu origem à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:

O fato de o adquirente da empresa em processo de falência não suceder o falido nas obrigações trabalhistas não implica prejuízo aos trabalhadores. Muito ao contrário, a exclusão da sucessão torna mais interessante a compra da empresa e tende a estimular maiores ofertas pelos interessados na aquisição, o que aumenta a garantia dos trabalhadores, já que o valor pago ficará à disposição do juízo da falência e será utilizado para pagar prioritariamente os créditos trabalhistas. Além do mais, a venda em bloco da empresa possibilita a continuação da atividade empresarial e preserva empregos. Nada pode ser pior para os trabalhadores que o fracasso na tentativa de vender a empresa, pois, se esta não é vendida, os trabalhadores não recebem seus créditos e ainda perdem seus empregos.<sup>150</sup>

---

<sup>148</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 251.

<sup>149</sup> Ao tratar do problema da arrematação por preço inferior ao valor de avaliação, apresentar-se-á o modelo dos limões de George A. Akerlof para explicar a queda no valor dos bens em razão da assimetria de informação entre comprador e vendedor (AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, [S. l], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970).

<sup>150</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal, ADI nº 3.934/DF, Ricardo Lewandowski, Tribunal Pleno, 27 maio 2009.

No âmbito do STJ, a 2ª Seção pacificou o entendimento no sentido de que não há sucessão do adquirente nas obrigações trabalhistas na hipótese de alienação do estabelecimento empresarial no bojo da recuperação judicial.<sup>151</sup> Assim também, o Enunciado nº 47 da I Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal (CJF) afirma expressamente a ausência de sucessão, inclusive com relação aos créditos trabalhistas: “Nas alienações realizadas nos termos do art. 60 da Lei n. 11.101/2005, não há sucessão do adquirente nas dívidas do devedor, inclusive nas de natureza tributária, trabalhista e decorrentes de acidentes de trabalho”.<sup>152</sup>

Nesse contexto, é importante destacar a ressalva do art. 141, §1º da LREF que reconhece a sucessão nas obrigações do alienante quando o adquirente for: (i) sócio ou acionista do devedor, ou sociedade empresária controlada pelo devedor; (ii) parente, em linha reta ou colateral até o 4º (quarto) grau, consanguíneo ou afim, do empresário individual, do titular da EIRELI, ou de sócio ou acionista da sociedade empresária; ou (iii) identificado como agente do devedor com o objetivo de fraudar a sucessão. Essas são hipóteses nas quais o adquirente possui uma relação de proximidade com o alienante, de maneira que a previsão da ausência de sucessão tem por objetivo evitar fraudes por parte do devedor em recuperação judicial – com a manutenção do alienante no controle da atividade empresarial, por meio de pessoa interposta (no vocabulário coloquial, laranja).<sup>153</sup>

Como se pode notar, a doutrina e a jurisprudência firmaram um entendimento consolidado a respeito da ausência de sucessão do adquirente nas obrigações do devedor em recuperação judicial, independentemente da sua natureza, quando ocorre a transferência de filiais ou de unidades produtivas isoladas. No entanto, há uma questão que pode trazer alguma insegurança jurídica na venda de ativos na recuperação judicial: caso a alienação dos bens não seja realizada na forma do art. 142 da LREF, haveria risco de sucessão?

---

<sup>151</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, EDcl no CC nº 115.255/RJ, João Otávio de Noronha, 2ª Seção, 27 abr. 2011. Em igual sentido: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 97.732/RJ, João Otávio de Noronha, 2ª Seção, 27 out. 2010; (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, EDcl no CC nº 98.463/RJ, João Otávio de Noronha, 2ª Seção, 08 set. 2010.

<sup>152</sup> BRASIL. Conselho da Justiça Federal. I Jornada de Direito Comercial. 24 de outubro de 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/ZdwTuY>>. Acesso em 16 jul. 2018.

<sup>153</sup> De acordo com a lição de Fábio Ulhoa Coelho: “Ressalva-se a situação de adquirentes que estejam agindo em nome e por conta de um ou mais sócios da sociedade empresária quebrada. Quer dizer, se quem arrematou a empresa ou ativos da falida tiver alguma ligação com os empreendedores e investidores desta, a sucessão se estabelece. Trata-se de dispositivo destinado a evitar fraudes no manuseio de instituto jurídico de real importância para obtenção dos recursos necessários ao atendimento dos direitos dos credores. Não são beneficiados pela regra de supressão da sucessão, portanto, o sócio da falida (controlador ou não), seu parente, sociedade controladora ou controlada desta ou quem, por qualquer razão, for identificado como agente do falido” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 484).

É bem verdade que o *caput* do art. 60 faz referência apenas ao art. 142, e não às demais modalidades de venda do ativo previstas no capítulo de falência. Apesar disso, considerando que o art. 142 se insere em um sistema mais amplo de realização do ativo, a remissão realizada pelo dispositivo do capítulo de recuperação judicial abarcaria também as modalidades de venda extraordinária previstas nos arts. 144 e 145 da lei. O problema é que existe discussão quanto à sucessão, ou não, do adquirente nessas hipóteses de venda extraordinária, o que se passa a analisar a seguir.

#### 1.6.2. A ausência de sucessão na realização do ativo na falência (art. 141, inciso II, Lei nº 11.101/2005) e as modalidades de venda extraordinária de ativos na recuperação judicial

De modo semelhante à recuperação judicial, a venda de ativos na falência não transfere ao adquirente as obrigações do alienante relativas ao estabelecimento empresarial ou ao bem individual arrematado. O inciso II do art. 141 da LREF afasta a responsabilidade do adquirente por quaisquer ônus incidentes sobre o objeto da arrematação e afasta a sucessão do adquirente nas obrigações do alienante, ainda que tais obrigações tenham natureza trabalhista ou tributária.<sup>154</sup> Não há discussão quanto à aplicação dessa regra na modalidade de venda ordinária de ativos na falência, na forma do art. 142, mas quando se trata da venda extraordinária de ativos, nos termos dos arts. 144 e 145, existem posições divergentes na doutrina.

De um lado, Manoel Justino Bezerra Filho, Waldo Fazzio Júnior<sup>155</sup> e José da Silva Pacheco,<sup>156</sup> de modo genérico, defendem a ausência de sucessão para todas as modalidades de realização do ativo. Por todos, vale transcrever a lição de Manoel Justino Bezerra Filho:

No *caput* do art. 141, onde está escrito “este artigo”, a lei quis referir-se a “esta Seção”. Este artigo é um dos pontos fundamentais para compreender o espírito que em parte norteou esta Lei, no sentido de engendrar interesses na aquisição da empresa falida. (...) O presente artigo, examinado em conjunto com outros, denota claramente a firme intenção do legislador de evitar qualquer perigo de sucessão, na medida em que todos os créditos se sub-rogam no produto da realização do ativo de tal forma que o bem adquirido está isento de responder por dívidas do falido.<sup>157</sup>

<sup>154</sup> Art. 141, LREF. Na alienação conjunta ou separada de ativos, inclusive da empresa ou de suas filiais, promovida sob qualquer das modalidades de que trata este artigo: (...) II – o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidentes de trabalho.

<sup>155</sup> FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Lei de falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 359.

<sup>156</sup> PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 405.

<sup>157</sup> BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 12. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017, p. 361.

De outro lado, Fábio Ulhoa Coelho<sup>158</sup> e Ricardo Bernardi entendem que as modalidades de venda extraordinária de ativos autorizadas pelos art. 144 e 145 não importam em negativa de sucessão do adquirente. No entendimento de Ricardo Bernardi:

Não existe regra expressa dispondo sobre a ausência de sucessão, caso o ativo seja realizado por outros modos que não o leilão, propostas ou pregão, salvo no caso de constituição de sociedade para dar continuidade aos negócios do falido. (...)

Em vista da ausência de norma isentiva da sucessão, no que se refere às modalidades alternativas para realização do ativo, que não envolvam o leilão, propostas, pregão ou constituição de sociedade de credores, é possível entender que, fora esses casos, haverá sucessão do comprador no passivo do falido, o que certamente constituiria desestímulo para adoção destas alternativas.<sup>159</sup>

Em que pese tal entendimento no contexto do plano de recuperação, é imprescindível reconhecer a ausência de sucessão do adquirente, independentemente da modalidade utilizada para a venda de ativos, com o intuito de oferecer segurança jurídica, diminuir o risco de o adquirente ser responsabilizado pelo passivo do alienante e aumentar o valor da oferta pelo ativo – que certamente considera eventuais chances de responsabilização por obrigações do alienante.

Não há lógica em permitir que nas modalidades de venda ordinária não haja sucessão e adotar uma postura diversa para as modalidades de venda extraordinária. Deve-se enxergar o sistema de realização do ativo na falência como um todo, voltado para a satisfação dos credores, obtendo-se o máximo de valor com a venda dos ativos. Admitir a sucessão do adquirente em certos casos reduziria o valor de arrematação dos bens e violaria frontalmente o princípio da maximização do valor dos ativos na falência.<sup>160</sup> Além disso, haveria um desrespeito ao tratamento paritário entre os credores, na medida em que os credores do estabelecimento empresarial transferido poderiam receber a totalidade do seu crédito em face do adquirente,

---

<sup>158</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 496.

<sup>159</sup> BERNARDI, Ricardo. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 501.

<sup>160</sup> O princípio da maximização do valor dos ativos na falência tem o objetivo de assegurar à massa falida uma realização do ativo mais eficiente e que possa representar mais recursos para pagamento dos credores. De acordo com o Senador Ramez Tebet: “Maximização do valor dos ativos do falido: a lei deve estabelecer normas e mecanismos que assegurem a obtenção do máximo valor possível pelos ativos do falido, evitando a deterioração provocada pela demora excessiva do processo e priorizando a venda da empresa em bloco, para evitar a perda dos intangíveis. Desse modo, não só se protegem os interesses dos credores de sociedades e empresários insolventes, que têm por isso sua garantia aumentada, mas também diminui-se o risco das transações econômicas, o que gera eficiência e aumento da riqueza geral” (TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933>>. Acesso em 17 fev. 2018).

enquanto os demais credores da massa falida inseridos na mesma classe poderiam não receber nada – como normalmente acontece com os credores quirografários, por exemplo.

Na recuperação judicial também não há porquê permitir a sucessão do adquirente quando a venda dos ativos for realizada na forma dos arts. 144 e 145 da LREF, visto que tal medida importaria em uma redução dos valores obtidos com a alienação de bens e direitos no processo de recuperação e iria de encontro ao princípio da preservação da empresa.

Explica-se: além de violar o princípio do *par conditio creditorum* com o tratamento desigual entre credores na mesma situação jurídica, o devedor em recuperação dificilmente conseguiria alienar seus ativos a preços competitivos e que pudessem reverter recursos para o investimento na empresa ou para o pagamento dos credores. O valor de avaliação dos bens seria muito inferior ao seu valor de mercado na hipótese de se considerar o risco de responsabilidade por eventuais dívidas que acompanhariam os ativos. Nesse contexto, a ausência de sucessão do adquirente é medida que se impõe, independentemente da forma de venda do ativo escolhida pelo devedor no plano de recuperação.

Além disso, as modalidades extraordinárias de venda do ativo dependem de decisão judicial e da manifestação da vontade dos credores. No caso do art. 144, o administrador judicial ou o comitê de credores submete à apreciação do juiz um requerimento para que se realize a venda judicial por uma forma diversa do art. 142, o qual poderá autorizar ou não tal modalidade de alienação. E na hipótese do art. 145, a assembleia geral de credores se reúne para deliberar acerca da conveniência da venda do ativo também de forma diversa, exigindo-se o quórum qualificado de 2/3 (dois terços) para a aprovação da proposta de alienação (art. 46, LREF). Em ambos os casos, há uma decisão judicial chancelando a modalidade de venda do ativo.

Não há razão lógica para permitir a sucessão do adquirente nas obrigações do alienante em recuperação judicial, unicamente em virtude da ausência de remissão do art. 60 da LREF aos arts. 144 e 145. Na doutrina, João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea também defendem essa posição – e que é adotada neste trabalho:

Assim, a LREF nada fala sobre a inexistência de sucessão relativamente às demais modalidades alternativas, omissão que cria grave ponto de tensão no sistema de alienação dos bens do falido. Como deve se interpretar a omissão do legislador? Favorável ou contrariamente à extensão do favor legal às demais modalidades alternativas de realização do ativo?

Discorda-se da corrente doutrinária que sustenta a sucessão do adquirente nas obrigações do falido, posição fundada no fato de não há norma expressa que afaste a responsabilidade. A regra da não sucessão deve ser aplicada de forma ampla, inclusive para outras modalidades de alienação, desde que com as devidas cautelas para que não sirva de escudo (ou estímulo) para o conluio ou fraude contra credores.

O traço lacônico do art. 144 e o texto restrito do art. 145 não constituem argumento jurídico suficiente para embasar conclusão a favor da sucessão, pelo



menos não a partir de uma perspectiva teleológica da LREF. Não é razoável que a LREF permita, expressamente, a alienação dos ativos do falido por modalidade alternativa, aprovada, inclusive, em AGC por quórum qualificado de 2/3 para, em um segundo momento, gravá-la de pesado ônus que acaba por inviabilizá-la quase que completamente.

Não se trata de aqui de sustentar interpretação *contra legem*, mas sim de defender construção harmoniosa com o princípio de preservação da empresa. Se o legislador não verberou a inexistência de sucessão do adquirente para todas as modalidades alternativas – como deveria e dele se esperava –, cabe ao intérprete fazê-lo, sob pena de se admitir a violação do espírito da lei e, concomitantemente, criar empecilhos à eficiência do regime, contribuindo para o enrijecimento da sua sistemática, com sérios riscos de petrificação e desconexão com a realidade.<sup>161-162</sup>

Toda essa discussão faz surgir a seguinte questão: se existe controvérsia quanto à sucessão na hipótese de venda de ativos com previsão no plano de recuperação – situação que conta com tratamento legal expresso no parágrafo único do art. 60 –, haveria sucessão na hipótese de venda de ativos na forma do art. 66 da LREF – sobretudo considerando a inexistência de dispositivo legal disciplinando o tema?

### 1.6.3. A discussão a respeito da sucessão na alienação de ativos na forma do art. 66 da Lei nº 11.101/2005

Não bastasse a celeuma a respeito do objeto da venda no art. 66, a questão da sucessão do adquirente nas obrigações do alienante ainda é cercada de incerteza e insegurança jurídica, tendo em vista a ausência de tratamento legal da sucessão na venda de ativos na forma do art. 66 da LREF. É certo que o juiz pode determinar que o edital preveja a ausência de sucessão do adquirente em determinadas dívidas (ou até todas elas), mas não se tem a mesma segurança que uma disposição de lei traria – ainda mais com relação aos credores trabalhistas, na maioria das vezes favorecidos pela Justiça do Trabalho. Apesar disso, Ecio Perin Júnior sustenta que a regra do parágrafo único do art. 60 também se aplicaria à alienação de bens realizada nos termos do art. 66:

<sup>161</sup> SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. São Paulo: Almedina, 2016, p. 784-785.

<sup>162</sup> No mesmo sentido: (i) CAVALLI, Cássio. *A otimização da venda de ativos nas recuperações judiciais*. Disponível em: <<http://exmpartners.com.br/reacao9a/phone/re-a%C3%A7%C3%A3o-n%C2%BA009---venda-de-ativos.html>>. Acesso em 07 jan. 2019; (ii) MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: falência e recuperação de empresas*. 8. ed. v. 4. São Paulo: Atlas, 2016, p. 187-188; (iii) CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa: o novo regime da insolvência empresarial*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, p. 449-450; e (iv) PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. *Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades*. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 275.

Para alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, deverá obter prévia autorização judicial, sempre que caracterizada a evidente utilidade nessa transação, que será concedida depois de ouvido o Comitê de Credores, se houver. (...)

Anote-se que a autorização judicial para a alienação de bens ou direitos do empresário em recuperação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, desde que observado o disposto no art. 141, § 1º, da LFRE. Essa nova concepção, prevista no art. 60, parágrafo único, da LFRE, trouxe a possibilidade incontestada de aquisição de ativos por terceiros, o que está de acordo com o espírito preservacionista da novel legislação.<sup>163</sup>

Assim também, ao tratar da alienação de unidades produtivas isoladas antes do plano de recuperação e na forma do art. 66 da LREF, Luiz Fernando Valente de Paiva e Giuliano Colombo sustentam que o adquirente não deve suceder nas obrigações do alienante, desde que a venda observe as modalidades do art. 142 ou qualquer outra autorizada pelo juiz (arts. 144 e 145, LREF):

Embora a LFR seja silente a respeito do assunto, a nosso ver a alienação de UPIs que seja autorizada pelo Juiz da recuperação judicial e realizada antes da deliberação do plano de recuperação judicial também deve beneficiar-se da mesma proteção conferida pelo art. 60 da LFR às operações previstas no plano, desde que conduzidas de acordo com os métodos competitivos estabelecidos no art. 142 da LFR ou com qualquer outro que venha a ser determinado pelo Juiz da recuperação judicial.

Note-se que a despeito de a proteção contra sucessão estar prevista no parágrafo único do art. 60 da LFR, o dispositivo não parece restringir a proteção ao objeto de alienação judicial prevista e realizada de acordo com o disposto no plano de recuperação. Minimamente não há qualquer dispositivo legal que preveja a sucessão do arrematante se os bens forem adquiridos em operação não prevista ou realizada antes do plano, embora autorizada judicialmente, observado o art. 66 da LFR.<sup>164</sup>

É importante ter em mente que a venda de ativos na recuperação judicial deve trazer a maior segurança jurídica possível ao adquirente, independentemente da forma ou do momento de sua efetivação. Desse modo, é de extrema importância a garantia de que o ativo a ser vendido não trará consigo a responsabilidade pelas obrigações sobre ele incidentes, a fim de que se obtenha o maior valor possível na sua venda.<sup>165</sup> Nesse contexto, convém mencionar o

<sup>163</sup> PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 365.

<sup>164</sup> PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 277.

<sup>165</sup> Na recuperação judicial do Grupo Libra, o Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho entendeu que a alienação de unidades produtivas nos termos do art. 66 da LREF poderia ser realizada sem sucessão do adquirente nas obrigações do devedor, pois as “razões que inspiram a ausência de sucessão na alienação de UPI, nos termos do plano, são as mesmas que devem levar à ausência de sucessão na alienação de UPI nos termos do art. 66, da Lei 11.101/2005, enquanto não se aprova o plano. Não há lógica econômica ou jurídica para que os efeitos sejam

entendimento de Cássio Cavalli – no caso, sobre unidades produtivas isoladas, mas perfeitamente aplicável à venda de ativos de modo geral:

Regras que afastam a sucessão de obrigações na venda de ativos operacionais protegem os credores do alienante de ativos, pois possibilitam a maximização do valor dos ativos. Ao mesmo tempo, essas regras viabilizam a existência de um mercado de ativos operacionais, de modo a também proteger-se o interesse daqueles stakeholders interessados na continuidade da operação. Caso houvesse sucessão de obrigações na venda de UPI, ante a incerteza na existência e extensão das dívidas do devedor alienante, os potenciais adquirentes não teriam como precificar os ativos operacionais corretamente e se disporiam a pagar o menor preço possível. Por conseguinte, a assimetria informacional conduziria à seleção adversa, segundo a qual os ofertantes de bons ativos não se disporiam a vender seus ativos e deixariam de recorrer à venda de UPI pelo valor de *going concern* como estratégia de recuperação judicial. Para evitar a extinção do mercado de ativos operacionais, os tribunais brasileiros rapidamente construíram um corpo de decisões que protege o adquirente de UPI em recuperação judicial contra a sucessão em obrigações de devedor. Com isso, viabilizou-se a formação de um mercado de negociação de *distressed assets* em processos de recuperação judicial, que, afinal, serve para proteger os interesses dos credores atuais da empresa recuperanda e, também, dos *stakeholders* interessados na manutenção de postos de emprego, de contratos de fornecimento, etc.<sup>166</sup>

O sistema de venda de ativos criado pela Lei nº 11.101/2005, ainda que possua lacunas, se orienta pelos princípios da preservação da empresa e da maximização do valor dos ativos; seria um contrassenso permitir a sucessão do adquirente caso a alienação do bem ou da unidade produtiva seja realizada por uma modalidade extraordinária e na forma do art. 66.<sup>167</sup>

---

distintos” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1077065-21.2018.8.26.0100, Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais, 09 jan. 2019).

<sup>166</sup> CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência: estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 115-117.

<sup>167</sup> Novamente, de acordo com Cássio Cavalli, em artigo de opinião: “Na falência, o art. 141 da LRF protege expressamente contra a sucessão quem arrematar ativos alienados conjunta ou separadamente em processo de falência. Ou seja, na falência o arrematante de estabelecimento ou de ativos isolados não sucederá nas obrigações do falido. Essa regra foi posta em benefício da massa falida e dos credores, pois possibilita a obtenção de um maior preço pela alienação de ativos. Ao mesmo tempo, quando tratar-se de alienação de ativos operacionais, permite a preservação da utilização produtiva dos bens, antes que se depreciem. A proteção legal é aplicável a todas as modalidades de alienação, incluindo os casos de alienação judicial e as demais modalidades que dependem de autorização do juiz (art. 144 da LRF) ou da assembleia de credores (art. 145 da LRF). Em todos os casos, há ampla possibilidade de controle por parte de todos os interessados, bem como há a necessidade de autorização ou de homologação judicial. Com isso, assegura-se que a alienação de ativos será realizada para obter o maior proveito para a massa falida. Parece-me que referida disciplina legal se aplica aos processos de recuperação judicial, cuja finalidade mediata consiste em preservar a empresa. Por isso, as regras de alienação de ativos e de proteção contra sucessão devem ser interpretadas teleologicamente, com vistas à preservação da empresa e a proteção dos interesses dos credores. Proteger-se o adquirente de ativos permite que se obtenha maior valor pela venda de ativos, o que é desejável e benéfico tanto para a recuperanda quanto para os credores. Interpretação diversa que reforce a dificuldade de se desinvestir vai na contramão dos objetivos da LRF. Assim, contanto que se demonstre que a alienação de ativos resulta em evidente utilidade para a promoção dos objetivos da Lei de Recuperação Judicial e Extrajudicial e Falência, quais sejam preservar a empresa e tutelar os credores, deve-se reconhecer a não sucessão do adquirente de ativos na recuperação judicial, ainda que a alienação ocorra no início do processo, na forma do art. 66 da LRF. Essa é a interpretação que, a meu ver, melhor se coaduna com os objetivos do processo

Significa dizer que as regras sobre alienação de ativos na Lei nº 11.101/2005, por fazerem parte de um sistema, devem ser interpretadas a fim de preencher os vazios legais. Assim, assegura-se ao terceiro adquirente a previsibilidade necessária para calcular os custos da aquisição do ativo e apresentar a oferta que mais se aproxima ao seu valor de mercado – sem o risco de surpresas no futuro.<sup>168</sup>

Além disso, caso se permita a sucessão do adquirente em dívidas decorrentes do bem ou da unidade produtiva isolada, uma situação de tratamento desigual aos credores poderia surgir: eventuais credores quirografários por obrigações contraídas pelo estabelecimento empresarial vendido para um terceiro poderiam ser satisfeitos integralmente pelo adquirente, enquanto os demais credores quirografários do alienante – e que não têm qualquer relação com a unidade produtiva alienada – seriam pagos apenas na forma do plano de recuperação judicial, com a possível imposição de deságio, condições de pagamento distintas e longos prazos para o seu adimplemento.

Em que pese a ausência de tratamento extensivo dessa matéria na doutrina ou na jurisprudência, o presente estudo se baseia na premissa de que a alienação de ativos na recuperação judicial, por qualquer modalidade e em qualquer momento (antes do plano ou no próprio plano), não gera para o adquirente a sucessão nas obrigações contraídas pelo alienante. E caso algum credor defenda a existência de sucessão, a atribuição para apreciar tal questão compete ao juízo da recuperação, como se verá a seguir.

---

recuperacional” (CAVALLI, Cássio. *A otimização da venda de ativos nas recuperações judiciais*. Disponível em: <<http://exmpartners.com.br/reacao9a/phone/re-a%C3%A7%C3%A3o-n%C2%BA009---venda-de-ativos.html>>. Acesso em 07 jan. 2019).

<sup>168</sup> Nas palavras de Marcelo Barbosa Sacramone: “Em comum, ambas as hipóteses procuram garantir o princípio da preservação da empresa. Se a alienação do estabelecimento, mesmo sem remanescerem outros ativos para a satisfação do passivo ou mesmo sem a anuência da totalidade dos credores, for prevista como livre de ônus ou débitos, com mais razão e por gerar menos riscos de insatisfação das obrigações, a alienação ou oneração de outros ativos permanentes também deverá ser realizada sem responsabilidade do adquirente. Se a situação mais gravosa aos credores é permitida, não seria lógico proibir a menos gravosa.

Ademais, a alienação sem qualquer possibilidade de sucessão permitirá que os ativos dispensáveis ao prosseguimento da atividade empresarial sejam alienados a outros empresários, que poderão alocar esses fatores de produção de forma mais eficiente. Outrossim, aumenta a possibilidade de existirem interessados, o que permite ao empresário a redução dos custos com ativos desnecessários para o desenvolvimento de sua atividade, bem como o aumento do valor obtido nas arrematações, o qual reverterá ao pagamento de toda a coletividade de credores” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 286).

#### 1.6.4. A competência para o reconhecimento da sucessão na recuperação judicial e o problema da Justiça do Trabalho

Diante de tamanha discussão a respeito da sucessão do adquirente, tanto na hipótese de venda de ativos por previsão no plano de recuperação como na hipótese de venda na forma do art. 66 da LREF, no início da vigência da Lei nº 11.101/2005 instaurou-se um grande debate quanto ao juízo competente para reconhecer a sucessão do adquirente nas obrigações do alienante do bem ou da unidade produtiva.

Os juízes do trabalho proferiram diversas decisões no sentido de reconhecer a sucessão por parte dos adquirentes de unidades produtivas isoladas no passivo trabalhista – contrariando diretamente a regra do parágrafo único do art. 60 combinada com o inciso II do art. 141 da LREF.<sup>169</sup> No entanto, as decisões prolatadas pela Justiça do Trabalho em contrariedade à interpretação dominante do parágrafo único do art. 60 da LREF historicamente acabaram superadas – seja em sede recursal, seja por decisões do STJ em conflitos de competência que afastavam a possibilidade de a questão sequer ser discutida por juízes do trabalho.<sup>170</sup>

Significa dizer, assim, que a competência da Justiça do Trabalho limita-se à identificação da existência do crédito, ao passo que as questões atinentes às condições de

---

<sup>169</sup> Nas palavras de Teresa Arruda Alvim Wambier: “De acordo com o art. 60 da Lei 11.101/2005, no caso de recuperação judicial, ‘não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária’. As decisões proferidas pelo Juízo Trabalhista interpretam o referido dispositivo legal como se, ao se afirmar que não haverá sucessão também em relação a obrigações tributárias, com isso se estaria a admitir a sucessão de obrigações trabalhistas.

Tal interpretação, no entanto, a toda evidência, contraria literalmente a referida norma. Com efeito, ‘inclusive’ é expressão que nota que determinado objeto está incluído, isto é, ‘dentro’ de um rol mais amplo. Assim, o art. 60 da Lei 11.101/2005 estabelece que, assim como as demais obrigações da empresa devedora, também em relação às de natureza tributária não ocorre sucessão” (WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. *A vis attractiva* do juízo da vara empresarial. Créditos trabalhistas. Sucessão da empresa em regime de recuperação. In: WALD, A. (Coord.). *Doutrinas essenciais de direito empresarial*. v. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 873-894). No mesmo sentido: (i) ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. 26. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 341; (ii) FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Lei de falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 140-141; e (iii) PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 9.

<sup>170</sup> A título exemplificativo, veja-se o seguinte trecho de um dos julgados da 2ª Seção do STJ: “Observa-se que, indubitavelmente, o Juízo trabalhista tem competência para decidir se uma sociedade empresária é sucessora, na qualidade de empregadora, de outra. Entretanto, a hipótese dos autos apresenta peculiaridade que não pode ser ignorada e que diminui o espectro de abrangência de tal regra de competência. Trata-se, *in casu*, de sucessão verificada no bojo de recuperação judicial, que dadas as características que lhe são inerentes, impõe tratamento diferenciado.

Dessa forma, não remanescem dúvidas que a competência, na espécie, para decidir acerca da sucessão dos ônus e obrigações quanto à alienação de unidades produtivas isoladas do devedor cabe ao Juízo perante o qual se processa a recuperação judicial” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 93.778/RJ, Massami Uyeda, 2ª Seção, 14 out. 2009).

pagamento competem ao juízo da recuperação – aí incluída a competência para verificar a existência de sucessão em razão da alienação de unidades produtivas isoladas, por exemplo.<sup>171</sup>

Em decorrência disso, quando o juízo trabalhista pratica ato de constrição patrimonial em face do adquirente de unidade produtiva, pode-se propor um conflito de competência para cassar a decisão da Justiça do Trabalho e declarar a competência do juízo da recuperação judicial para apreciar o tema – o qual, muito provavelmente, reconhecerá a inexistência de sucessão pelo adquirente.<sup>172</sup>

Ocorre que, com a consolidação do entendimento do STJ contrário às investidas dos juízes trabalhistas, a Justiça do Trabalho alterou seu entendimento para deixar de reconhecer a sucessão e, em seu lugar, afirmar a responsabilidade solidária do adquirente da filial ou unidade produtiva isolada do devedor em recuperação. Desse modo, o credor trabalhista poderia buscar a satisfação do seu crédito tanto em face do devedor em recuperação – sujeitando-se aos efeitos do plano –, como em relação ao adquirente da filial ou unidade produtiva – sem necessidade de observância do plano.

Essa tese, que se formou recentemente em conflitos de competência que envolveram a recuperação judicial da Mobilitá Comércio, Indústria e Representações Ltda. (Mobilitá) – conhecida anteriormente pela operação da varejista Casa & Vídeo –, encontrou fundamento na alegada caracterização de grupos econômicos integrados pelo adquirente da unidade produtiva isolada e pelo devedor em recuperação judicial.

O reconhecimento da existência de um grupo econômico entre o adquirente da unidade produtiva e a Mobilitá, em recuperação judicial, teria sido possível em razão da estrutura utilizada para a venda do ativo. No caso, constituiu-se uma companhia para receber os ativos do devedor em recuperação judicial, a Casa & Vídeo Rio de Janeiro S/A, a qual seria alienada na forma de unidade produtiva isolada. A unidade produtiva fora adquirida pela Casa & Vídeo Holding S/A, controlada por um fundo de investimento em participações denominado

---

<sup>171</sup> Confira-se: "Assim, uma vez apurada a existência do crédito perante a Justiça do Trabalho, o acertamento de questões atinentes à medida do direito de preferência do crédito trabalhista e a identificação das verbas que serão utilizadas em seu pagamento deverão ser realizadas pelo Juízo de falências e recuperação judicial. Não fosse assim, o Juízo Trabalhista, ao dar preferência absoluta ao crédito trabalhista, acabaria deliberando acerca da ordem de classificação dos créditos a serem satisfeitos, o que, evidentemente, é de competência do Juízo de falências e recuperação judicial" (WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. *A vis attractiva* do juízo da vara empresarial. *Créditos trabalhistas. Sucessão da empresa em regime de recuperação*. In: WALD, A. (Coord.). *Doutrinas essenciais de direito empresarial*. v. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 873-894).

<sup>172</sup> Nesse sentido: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 149.659/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 17 fev. 2017; (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 145.757/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 15 fev. 2017; (iii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 148.768/SP, Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, 07 dez. 2016; entre outros.

FIP Controle – do qual eram quotistas investidores do mercado financeiro e os credores que optaram por converter seus créditos em quotas do fundo. Essa operação é comum, conforme ensinamento de Newton de Lucca e Renata Mota Maciel Dezem:

Na prática, os planos de recuperação judicial trazem previsão de venda de unidade produtiva isolada, a qual é constituída antes mesmo da aprovação do plano, a partir de operação atípica, chamada *drop down*, traduzida “para escapar do desnecessário anglicismo”, por Ricardo Tepedino como “traspasse para subsidiária”, ou seja, transferem-se bens da empresa em recuperação para uma empresa constituída como UPI (integralização de capital), da qual a primeira é subsidiária integral e com a venda judicial são substituídas as cotas da recuperanda para o comprador da UPI, situação que permite possa ser isolado o ativo a ser transferido.

A utilidade do emprego desse tipo de operação como mecanismo de recuperação judicial decorre da possibilidade de segregação da atividade empresarial e seus ativos tangíveis e intangíveis em uma nova entidade, que acaba sendo blindada e permite o sucesso do processo de reorganização da empresa.<sup>173-174</sup>

A fim de avançar no exame da questão, é necessário tecer algumas considerações sobre os grupos econômicos, os quais podem ser divididos em duas espécies: grupos econômicos de direito e grupos econômicos de fato. Os grupos de direito exigem a celebração de uma convenção entre as sociedades integrantes do grupo, com o seu registro na Junta Comercial (art. 265, Lei das S/A).<sup>175</sup> Por sua vez, os grupos econômicos de fato são caracterizados pela existência de sociedades empresárias que atuam em relação de controle ou coligação, sem a exigência de qualquer formalidade.<sup>176</sup>

Precisamente porque se trata de questão extremamente dependente do contexto fático e probatório, a caracterização de grupos econômicos de fato não possui critérios claros e bem definidos. Em virtude disso, a jurisprudência e a doutrina utilizam diversos fatores para a caracterização do grupo econômico de fato, por vezes com pouco rigor técnico. Entre tais

<sup>173</sup> LUCCA, Newton de; DEZEM, Renata Mota Maciel. A venda de ativos na recuperação judicial e os reflexos no âmbito dos registros públicos. In: MENDES, Bernardo Bicalho Alvarenga (Coord.). *Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas*. Belo Horizonte: D'Plácido, 2016, p. 387-388.

<sup>174</sup> De acordo com Ricardo Tepedino: “Desse modo, o que aqui denominei traspasse para subsidiária é a operação em que a sociedade empresária (aqui chamada sociedade conferente), a título de integralização do capital de uma subsidiária (aqui denominada sociedade receptora), verte nesta última a empresa organizada sobre o seu nome, ou unidades produtivas dela, mediante o aporte de todo o seu estabelecimento ou algum de seus estabelecimentos e outros elementos necessários ao exercício da atividade cedida, recebendo em troca ações ou quotas representativas do capital social da sociedade receptora” (TEPEDINO, Ricardo. O traspasse para subsidiária (drop down). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 64-65).

<sup>175</sup> Art. 265, Lei das S/A. A sociedade controladora e suas controladas podem constituir, nos termos deste Capítulo, grupo de sociedades, mediante convenção pela qual se obriguem a combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos, ou a participar de atividades ou empreendimentos comuns.

<sup>176</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0045146-50.2012.8.26.0000, Walter Barone, 7ª Câmara de Direito Privado, 27 jun. 2012.

fatores, encontram-se: (i) o controle ou a influência significativa de uma sociedade empresária sobre outra (o que caracteriza a coligação);<sup>177</sup> (ii) a coordenação<sup>178</sup> ou a subordinação<sup>179</sup> entre as sociedades empresárias; (iii) o comando direcional único;<sup>180</sup> (iv) a unidade gerencial, laboral e patrimonial;<sup>181</sup> e/ou (v) a coincidência de sócios ou acionistas, sede administrativa e atividade econômica.<sup>182</sup>

No entanto, esse rol não é necessariamente exaustivo, de maneira que apenas a análise do caso concreto pode oferecer subsídios para confirmar a existência de um grupo econômico. Sem prejuízo disso, pode-se dizer que a presença de um ou mais dos fatores elencados acima torna provável o reconhecimento do grupo econômico de fato.

Ao apreciar e reconhecer a existência de um grupo econômico de fato, em tese, a Justiça do Trabalho não se imiscui na competência do juízo da recuperação para decidir acerca da existência de sucessão. Afirma-se a existência de grupo econômico para, assim como na sucessão, responsabilizar o adquirente da unidade produtiva isolada por obrigações trabalhistas anteriores à aquisição do estabelecimento empresarial. E é isso que se tem reconhecido na operação realizada para a venda da unidade produtiva da Casa & Vídeo: todas as sociedades empresárias constituídas para adquirir o estabelecimento empresarial seriam integrantes do mesmo grupo econômico de fato, juntamente com o devedor em recuperação, e seriam responsáveis solidários pela satisfação dos créditos trabalhistas originados no estabelecimento transferido.

Embora se trate de uma tese que claramente tem o objetivo de contornar o entendimento do STJ sobre a competência para o reconhecimento da sucessão na alienação de ativos na recuperação judicial, fato é que aquela Corte passou a admitir esta nova qualificação jurídica dos fatos – estendendo, ainda que de maneira indireta, a responsabilidade trabalhista ao adquirente da unidade produtiva isolada. Explica-se.

---

<sup>177</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.259.018/SP, Nancy Andriighi, 3ª Turma, 09 ago. 2011.

<sup>178</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0189362-07.2012.8.26.0000, Moreira Viegas, 5ª Câmara de Direito Privado, 23 jan. 2013.

<sup>179</sup>COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 444-445.

<sup>180</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no REsp nº 1.097.173/RS, Humberto Martins, 2ª Turma, 23 abr. 2009.

<sup>181</sup> Nesse sentido: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 968.564/RS, Arnaldo Esteves Lima, 5ª Turma, 18 dez. 2008; (ii) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2079907-34.2016.8.26.0000, Paulo Pastore Filho, 17ª Câmara de Direito Privado, 28 jul. 2016; e (iii) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2042927-88.2016.8.26.0000, Moraes Pucci, 35ª Câmara de Direito Privado, 22 jul. 2016.

<sup>182</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2044682-21.2014.8.26.0000, Ricardo Feitosa, 4ª Câmara de Direito Privado, 28 abr. 2014.



Nas recuperações judiciais da Mobilitá (alienante da Casa & Vídeo)<sup>183</sup> e da Varig,<sup>184</sup> diversas decisões têm sido proferidas no sentido de caracterizar grupos econômicos e responsabilizar os adquirentes das respectivas unidades produtivas, de modo que o STJ tem sido (como sempre foi) provocado a decidir sobre a (in)competência do juízo trabalhista para apreciar o tema.

Surpreendentemente, no entanto, a Corte alterou seu entendimento em decisões recentes, partindo de duas premissas: (i) com relação à Mobilitá e à Casa & Vídeo, o STJ tem entendido que como o processo de recuperação judicial foi encerrado em 2013, teria desaparecido a possibilidade de conflito com o juízo que já teria exaurido sua competência; e (ii) tanto no caso da Mobilitá e Casa & Vídeo, como no caso da Varig, a Corte tem afirmado que o reconhecimento da existência de grupo econômico de fato não se confunde com a afirmação de sucessão empresarial, de modo que o juízo trabalhista poderia apreciar e julgar a questão.

Quanto ao primeiro argumento, a 2ª Seção do STJ sustenta que a sentença de encerramento da recuperação judicial inviabiliza a via do conflito de competência, em função da ausência de perigo de prolação de decisões conflitantes.<sup>185</sup> Em outra oportunidade, o STJ considerou que a competência do juízo da recuperação subsistiria apenas se não houvesse o trânsito em julgado da sentença de encerramento do processo de recuperação judicial – embora ainda fosse necessário cumprir as previsões do plano de recuperação aprovado.<sup>186</sup>

No entanto, esse entendimento do STJ não faz qualquer sentido do ponto de vista prático. Ainda que exista uma sentença de encerramento do processo de recuperação judicial, tanto a decisão que autoriza a alienação de ativos na forma do art. 66, como a decisão que homologa o plano de recuperação – que, por sua vez, prevê a venda de ativos – correm o risco

---

<sup>183</sup> Nesse sentido, em casos envolvendo a Mobilitá e a Casa & Vídeo: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Rcl nº 28.515/RJ, Paulo de Tarso Sanseverino, 3ª Turma, 16 fev. 2017; (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 147.872/RJ, Paulo de Tarso Sanseverino, 3ª Turma, 13 fev. 2017; (iii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 147.870/RJ, Paulo de Tarso Sanseverino, 3ª Turma, 01 fev. 2017; entre outros.

<sup>184</sup> E a respeito da Varig: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 146.844/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 30 nov. 2016; (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 146.843/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 30 nov. 2016; (iii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 146.817/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 30 nov. 2016; entre outros.

<sup>185</sup> De acordo com o julgado: “Com o encerramento da recuperação judicial, não há que se falar em conflito de competência entre o juízo falimentar e o trabalhista a ser dirimido” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgRg nos EDcl no CC nº 136.970/DF, Moura Ribeiro, 2ª Seção, 08 jun. 2016). De modo semelhante: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 142.427/DF, Moura Ribeiro, 2ª Seção, 08 jun. 2016; (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, EDcl no CC nº 140.485/DF, Moura Ribeiro, 2ª Seção, 24. fev. 2016; entre outros.

<sup>186</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgInt no REsp 1.554.555/DF, Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, 25 out. 2016.

de serem maculadas por uma decisão posterior de outro juízo. Mesmo que o processo de recuperação tenha sido encerrado, o juízo trabalhista ou o juízo da execução fiscal não estão em condições de apreciar a questão da sucessão do adquirente; o exame da sucessão deve ser feito pelo juízo da recuperação, considerando sua especialização no assunto e a sua familiaridade com o processo. Caso tal posição se sedimente na jurisprudência, não haverá incentivo para o devedor requerer o encerramento do processo de recuperação judicial na qual tenha ocorrido a alienação de ativos.

E com relação ao segundo argumento, é bem verdade que o STJ reconhece a competência da Justiça do Trabalho para declarar a existência de grupos econômicos de fato, ainda que envolva devedor em recuperação judicial.<sup>187</sup> Apesar disso, ainda que a Justiça do Trabalho seja competente para apreciar a existência de um grupo econômico de fato, não seria possível fazê-lo em relação a uma sociedade empresária constituída no curso da recuperação judicial para ser transferida ao adquirente, seja na forma do art. 60 ou do art. 66 da LREF. Isso, porque a criação de tal pessoa jurídica decorre de deliberação da assembleia geral de credores e de posterior autorização judicial. Não existe aqui uma sociedade empresária que integra um grupo de sociedades e que exerce uma função em prol do grupo econômico como um todo; o que se tem é uma situação transitória, por meio da qual se viabiliza (e se facilita) a transferência de ativos para o adquirente, que não possui qualquer relação com o devedor em recuperação judicial, ora alienante.

A discussão tende a ser aprofundada e está longe de uma solução definitiva nos tribunais. É que diante do novo entendimento apresentado pelo STJ, a Casa & Vídeo Rio de Janeiro S/A requereu ao juízo da recuperação judicial da Mobilitá fosse declarada a inexistência de grupo econômico – inclusive com a expedição de certidões nesse sentido. O juízo da recuperação acolheu tal pedido em 13 de março de 2017 – contrariando, assim, a tese de que sua competência estaria esgotada em razão do encerramento da recuperação judicial e, também, a tese de que a Justiça do Trabalho poderia tratar do tema.<sup>188</sup>

---

<sup>187</sup> Nesse sentido: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgInt no CC nº 144.788/RJ, Marco Buzzi, 2ª Seção, 14 dez. 2016; (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 124.065/SP, Maria Isabel Gallotti, 2ª Seção, 26 out. 2016; e (iii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 145.428/SP, Marco Buzzi, 2ª Seção, 08 jun. 2016.

<sup>188</sup> Confira-se o trecho mais pertinente da decisão proferida pela Juíza Maria da Penha Nobre Mauro, da 5ª Vara Empresarial do TJRJ: “A Casa e Vídeo Rio de Janeiro S/A (CVRJ) requereu, às fls. 21.725/21.730, uma decisão aclaratória do Juízo, confirmando que: (i) a Mobilitá figurou como sócia/acionista da CVRJ por um breve período de tempo, apenas como forma de viabilizar o cumprimento do plano de recuperação judicial, com autorização deste Juízo, e com proibição expressa de qualquer transferência de ativos constituintes da unidade produtiva Casa & Vídeo Rio de Janeiro, nem de ativo imobilizado das recuperandas, antes da aprovação do plano; (ii) após a aprovação do plano, e com autorização deste Juízo, a Mobilitá alienou, em 01/11/09, 100% da participação que detinha na CVRJ para a Casa e Vídeo Holding, deixando de ter qualquer participação direta ou indireta na CVRJ; (iii) a CVRJ não responde por débitos das recuperandas de quaisquer naturezas, inclusive os de natureza

Depois da decisão do juízo da recuperação judicial da Mobilitá, o STJ reafirmou o entendimento de que a Justiça do Trabalho é competente para apreciar e decidir sobre a existência de um grupo econômico de fato no caso concreto.<sup>189</sup> No entanto, essa posição acaba por acarretar enorme insegurança jurídica na alienação de ativos na recuperação judicial, o que pode afastar potenciais interessados na aquisição de bens e direitos, ou reduzir os preços oferecidos por eles – em ambas as hipóteses, tanto o devedor em recuperação como os seus credores são prejudicados.

A responsabilização do adquirente em razão da caracterização de um grupo econômico nada mais é do que um subterfúgio utilizado para burlar o sistema de proteção do adquirente, criado pela Lei de Recuperação e Falência com o objetivo de fomentar a competitividade na venda de ativos e garantir a obtenção do maior valor possível pelos bens e direitos objeto de alienação.

A criação de uma sociedade empresária pelo devedor em recuperação, a transferência de ativos para essa sociedade e a sua venda posterior, tudo mediante autorização do juízo da recuperação e sob a fiscalização do administrador judicial e do Ministério Público, não poderia atrair o risco de responsabilização do adquirente por dívidas trabalhistas – como tem acontecido com a Casa & Vídeo e a Varig.

A maneira como os bens componentes da unidade produtiva se destacam do patrimônio do devedor em recuperação não deveria ser relevante para o exame da sucessão do adquirente: se os ativos são de titularidade do devedor e são abrangidos pelo plano de

---

trabalhista, à exceção das dívidas assumidas expressamente, nos termos do Plano de Recuperação Judicial aprovado. Os fatos assinalados pela requerente são verdadeiros. A CVH e a CVRJ são sociedades criadas no contexto e a partir da aprovação do PRJ. O PRJ previa a criação da unidade produtiva isolada Casa e Vídeo Rio de Janeiro (UPI CVRJ), que assumiria parte das atividades das recuperandas (Mobilitá, Paraíbuna e Lar e Lazer) e, em pagamento, assumiria também parte da dívida concursal. Antecipando-se à AGC, e com intuito de dar eficácia ao plano de recuperação e acelerar seu cumprimento, caso fosse aprovado, as recuperandas promoveram, com autorização deste juízo empresarial, medidas para a criação da sociedade que receberia o acervo líquido da UPI CVRJ, que seria alienada a uma sociedade de credores e investidores financeiros, nos termos do plano. As medidas adotadas foram meramente instrumentais, e a criação da CVRJ foi apenas o veículo utilizado para dar forma à UPI, nela figurando a Mobilitá como sócia majoritária por um curto período, apenas e tão somente para viabilizar a transferência do acervo líquido da sociedade. Tanto que, posteriormente, a CVRJ Ltda. foi transformada em sociedade por ações e a Mobilitá alienou 100% das ações que detinha no capital social da CVRJ à Casa e Vídeo Holding (CVH). Tudo, repita-se, de forma instrumental, no contexto e com vistas à efetividade do plano de recuperação judicial, e sob fiscalização e controle de legalidade do Poder Judiciário e do Ministério Público. Basta ver que o Juízo autorizou a constituição da CVRJ, nos moldes pleiteados, mas expressamente vedou qualquer transferência de ativos constituintes da unidade produtiva, nem de ativo imobilizado das recuperandas, antes da aprovação do plano (vide decisão às fls. 5.861). Essa operação não redundou, na prática, em nenhum ato de comércio, nem teve qualquer repercussão econômica que pudesse caracterizar a existência de grupo econômico [...]” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0032148-47.2009.8.19.0001, Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial, 13 mar. 2017).

<sup>189</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, AgInt no CC nº 151.430, Paulo de Tarso Sanseverino, 2ª Seção, 18 out. 2017.

recuperação (ou pela decisão de autorização do art. 66 da LREF), não há que se falar em sucessão por parte do adquirente, em razão da norma extraída do parágrafo único do art. 60 e do art. 141, inciso II da LREF (aplicável tanto à venda no plano e antes do plano, como se viu anteriormente).

Assim, caso o ativo seja vendido na forma do art. 60 ou do art. 66 e observe tanto as modalidades ordinárias como as modalidades extraordinárias de alienação previstas nos arts. 142, 144 e 145 da LREF, não haveria que se falar em sucessão ou responsabilização do adquirente, sob pena de desmoronamento do sistema de venda de ativos da Lei nº 11.101/2005. Deve-se oferecer segurança jurídica ao adquirente para que o devedor em recuperação e os seus credores possam colher os frutos de uma oferta que seja condizente com o valor de mercado do ativo – ou até superior, em decorrência do processo competitivo para arrematação do bem, caso exista mais de um interessado em adquirir o ativo.

Feitas essas considerações, há que se examinar outra questão relevante para a alienação de ativos pelo devedor em recuperação judicial: o risco de reforma da decisão judicial que autoriza a venda ou homologa o plano de recuperação.

### **1.7. O problema do risco de reforma da decisão judicial sobre a venda de ativos e a teoria do *equitable mootness***

Depois do longo processo de negociação com os credores para elaborar um plano de recuperação viável e obter a sua aprovação na assembleia geral de credores – permitindo-se a venda judicial de unidades produtivas isoladas ou outros bens –, é possível que a decisão de concessão da recuperação – e de consequente homologação do plano – seja objeto de recurso, interposto por algum credor insatisfeito ou pelo Ministério Público. O mesmo pode acontecer na hipótese de autorização judicial para a venda de ativos na forma do art. 66, que também está sujeita a recurso. O processo de recuperação judicial, assim como qualquer outro processo, se submete ao sistema recursal brasileiro.

O problema é que o tempo do processo quase nunca acompanha o tempo da empresa e do mundo dos negócios. Assim, é possível que a venda de ativos seja autorizada na forma do art. 66 ou aprovada na forma do plano de recuperação, sendo posteriormente concretizada e os ativos transferidos ao terceiro adquirente. Meses ou até anos depois do encerramento da operação, com o adquirente já imitado na posse do ativo e dele usufruindo, a reforma da decisão

que autorizou a venda do ativo poderia causar uma catástrofe na esfera patrimonial do devedor, do adquirente e dos demais *stakeholders*.<sup>190</sup>

A possibilidade de desfazimento da venda judicial seria mais um elemento causador de insegurança jurídica e que amedrontaria eventuais interessados na aquisição do ativo, tornando-o menos atrativo e derrubando o valor das ofertas. Como os potenciais compradores não têm a segurança de que a operação de compra e venda será realizada com rapidez ou se será desconstituída por decisão judicial, os lances oferecidos refletem estes riscos e são inferiores ao que poderia ser obtido caso houvesse um mínimo de previsibilidade.

Dito isso, haveria algum remédio para mitigar os riscos decorrentes de uma possível desconstituição da venda de ativos no bojo da recuperação judicial?

A experiência norte-americana pode servir de exemplo, a partir da teoria do *equitable mootness* utilizada no contexto do processo de reorganização e liquidação do *Bankruptcy Code*. Tal teoria se baseia na noção de que o transcurso do tempo e o cumprimento de uma determinada decisão judicial torna a reforma de tal decisão em sede de recurso impraticável, imprudente e injusta. A reforma da decisão que homologa o plano de reorganização ou autoriza a venda de um ativo poderia causar danos ao devedor que praticou atos para o cumprimento do plano ou para a alienação do ativo,<sup>191</sup> aos terceiros interessados que participaram de tais atos – a exemplo do adquirente de uma unidade produtiva, ou do credor que empresta recursos ao devedor – e aos credores que receberam de acordo com os termos do plano. Modificar essa decisão seria o equivalente a fazer um ovo mexido retornar ao seu estado natural, da maneira como saiu da galinha.<sup>192</sup>

As preocupações por trás da teoria do *equitable mootness* são de ordem prática: o atraso no cumprimento do plano ou na venda do ativo, e os custos decorrentes da reforma da decisão judicial. De um lado, a teoria do *equitable mootness* confere maior celeridade ao processo de reorganização – que ainda pode ser bastante demorado no Brasil. De outro lado, as

---

<sup>190</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP na recuperação judicial: fatores de efetividade. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência: estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 217.

<sup>191</sup> Na experiência norte-americana, a teoria do *equitable mootness* se aplica tanto para o caso de recurso contra a decisão de homologação do plano de reorganização como para a hipótese de autorização judicial para a venda de ativos (MCKENZIE, Troy A. Judicial independence, autonomy, and the bankruptcy courts. *Stanford Law Review*, [S. l.], v. 62, p. 747-808, 2009-2010).

<sup>192</sup> ROSIEK, Caroline L. Making equitable mootness equal: the need for a uniform approach to appeals in the context of bankruptcy reorganization plans. *Syracuse Law Review*, [S. l.], v. 57, p. 685-707, 2006-2007.

eventuais despesas incorridas pelo desfazimento dos atos praticados com base em decisão judicial acarretam uma redução na taxa de recuperação do crédito.<sup>193</sup>

Assim, em casos nos quais o plano de reorganização foi substancialmente implementado, seria possível negar seguimento ao recurso que o impugna simplesmente com fundamento na impossibilidade prática em se retornar ao *status quo ante*, e a fim de evitar danos ao devedor, aos seus credores e aos demais *stakeholders*. Por outro lado, se for possível reverter as operações realizadas e desfazer os atos praticados, não haverá aplicação da teoria da *equitable mootness*.<sup>194</sup>

Vale mencionar que a noção de *equitable mootness* é distinta do conceito de *constitutional mootness* na experiência norte-americana. De acordo com a teoria do *constitutional mootness*, um recurso pode ser admitido somente se for possível proferir uma decisão que tenha utilidade para o recorrente, caso contrário o recurso deverá ser inadmitido – com isso, o Poder Judiciário se limita a julgar controvérsias e casos “vivos”. A seu turno, o *equitable mootness* impede a prolação de uma decisão que seja impraticável, imprudente ou injusta, ainda que possa ter alguma utilidade para o recorrente.<sup>195</sup>

De acordo com Caroline L. Rosiek, após análise da jurisprudência norte-americana, não admitir um recurso com base na teoria do *equitable mootness* exige a verificação dos seguintes fatores: (i) se o recorrente pleiteou e conseguiu obter efeito suspensivo; (ii) se o plano de reorganização ou a decisão judicial proferida no bojo do processo de reorganização foram substancialmente cumpridos; (iii) o alcance que o provimento do recurso teria sobre o cumprimento do plano de reorganização ou da decisão judicial; (iv) o alcance que o provimento do recurso teria sobre terceiros interessados; e (v) a política pública de se conferir um caráter de definitividade às decisões em processos de reorganização. Cada fator possui um peso diferente à luz das circunstâncias do caso concreto, mas na maioria das vezes o fator mais relevante consiste no cumprimento substancial do plano de reorganização ou da decisão judicial.<sup>196-197</sup>

---

<sup>193</sup> MCKENZIE, Troy A. Judicial independence, autonomy, and the bankruptcy courts. *Stanford Law Review*, [S. l.], v. 62, p. 747-808, 2009-2010.

<sup>194</sup> TABB, C. J. Emergency preferential orders in bankruptcy reorganizations. *American Bankruptcy Law Journal*, [S. l.], v. 65, p. 75-115, 1991.

<sup>195</sup> KNIGHT, Katelyn. Equitable mootness in bankruptcy appeals. *Santa Clara Law Review*, [S. l.], v. 49, p. 253-284, 2009.

<sup>196</sup> ROSIEK, Caroline L. Making equitable mootness equal: the need for a uniform approach to appeals in the context of bankruptcy reorganization plans. *Syracuse Law Review*, [S. l.], v. 57, p. 685-707, 2006-2007.

<sup>197</sup> Para Joseph J. Wielebinski e Davor Rukavina o teste do *equitable mootness* teria apenas três fatores: (i) a concessão de efeito suspensivo ao recurso; (ii) a verificação do cumprimento substancial do plano; e

O cumprimento substancial do plano – no inglês, *substantial consummation of the plan* – se verifica quando, à luz da §1101(2) do *Chapter 11 do Bankruptcy Code*, os seguintes eventos se concretizam: (i) a transferência de ativos prevista no plano ocorre integralmente ou ao menos substancialmente; (ii) o devedor ou o sucessor do devedor na forma do plano assume a administração de todos, ou substancialmente todos, os ativos mencionados pelo plano; e (iii) o pagamento dos credores tem início.<sup>198</sup>

Nesse sentido, para Eduardo Secchi Munhoz seria possível adotar a teoria do *equitable mootness* no Brasil, transportando-se os fatores apontados por Caroline L. Rosiek e adequando-os à realidade brasileira, de modo que o recurso deverá ser inadmitido se verificados os seguintes requisitos:

[...] (i) a aprovação do plano, ou do ato de alienação ou oneração de bens do ativo permanente, por decisão judicial validamente exarada no âmbito do processo de recuperação judicial, observado o contraditório e o devido processo legal; (ii) a inexistência de efeito suspensivo concedido no âmbito de recurso; (iii) a implementação substancial dos atos e negócios jurídicos contemplados; (iv) a impossibilidade de retroagir ao estado anterior sem violar direitos de terceiros; e (v) a impossibilidade de aguardar o julgamento do recurso para a implementação dos atos e negócios para a recuperação da empresa.<sup>199-200</sup>

O art. 61, §2º da LREF, ao tratar da convalidação da recuperação judicial em falência e a reconstituição dos direitos dos credores, menciona que os atos validamente praticados no

---

(iii) o comprometimento dos direitos de terceiros não envolvidos no processo ou do sucesso do plano de recuperação em razão do provimento do recurso (WIELEBINSKI, Joseph J.; RUKAVINA, Davor. *Bankruptcy. Southern Methodist University Law Review*, [S. 1.], v. 65, p. 279-314, 2012).

<sup>198</sup> ROSIEK, Caroline L. Making equitable mootness equal: the need for a uniform approach to appeals in the context of bankruptcy reorganization plans. *Syracuse Law Review*, [S. 1.], v. 57, p. 685-707, 2006-2007.

<sup>199</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Mootness doctrine e o direito brasileiro. Preservação dos atos validamente implementados no âmbito da recuperação judicial. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 121.

<sup>200</sup> Segundo a lição de Pablo Francisco dos Santos: “A doutrina mostra-se perfeitamente alinhada ao princípio da preservação da empresa. De fato, o risco de alteração substancial do plano que se já se encontra substancialmente implantado revela-se demasiadamente inconveniente, posto que põe em risco a própria sobrevivência da empresa. Imagine-se a situação daquele investidor que, acreditando no sucesso do plano de recuperação apresentado, aporta capital para alavancar a atividade – financiamento DIP – exigindo, para tanto, que um dos bens integrantes do patrimônio da sociedade garanta o seu crédito. Se, no futuro, eventual recurso interposto contra o plano invalidar a garantia após a entrega do numerário à recuperanda, o resultado para o credor será absolutamente iníquo, já que este verá aumentado substancialmente seu risco e estará impedido de, dentro da racionalidade, redecidir acerca de uma adequada alocação de seus recursos” (SANTOS, Pablo Francisco. *Equitable mootness no direito recuperacional brasileiro: considerações sob a ótica do direito e desenvolvimento*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 77, p. 143-162, jul./set. 2017). Renata Martins de Oliveira Amado e Renato Gomes Ribeiro Maggio também vislumbram a possibilidade de aplicação da teoria do *equitable mootness* no Brasil (AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. *Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial*. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 6, out./dez. 2017).

curso da recuperação judicial permanecem válidos e não são desfeitos com a posterior falência do devedor. Significa dizer que a venda de ativos na forma do art. 66 da LREF ou os negócios jurídicos celebrados nos termos do plano de recuperação – incluindo-se aí a alienação de unidades produtivas isoladas, por exemplo – continuam hígidos mesmo após o decreto de falência. Novamente, vale trazer a lição de Eduardo Secchi Munhoz, dessa vez ao discutir o financiamento e o investimento no decorrer da recuperação judicial:

Uma interpretação ampla do citado dispositivo, ou o recurso à integração analógica, permite estender o princípio nele preconizado – irreversibilidade de determinados atos validamente praticados no âmbito da recuperação judicial – para os recursos interpostos contra decisões judiciais que autorizem o financiamento ou o investimento na empresa em recuperação, seja com fundamento no art. 66, seja no art. 58, quando da concessão da recuperação judicial, uma vez aprovado o plano de recuperação.

Assim, negócios jurídicos realizados validamente no âmbito da recuperação judicial, ou seja, aprovados, judicialmente nos termos do art. 66 (autorização para alienação ou oneração de bens do ativo permanente no curso do processo) ou do art. 58 da LRE (concessão da recuperação, em vista da aprovação do plano), uma vez implementados e consumados substancialmente, já não podem ser revertidos em virtude da eventual reforma da decisão respectiva por meio de recurso, salvo se a reversão puder ser realizada sem causar dano às partes na operação e/ou a terceiros. Também pode ser anulada ou revertida a operação se eivada de fraude ou má-fé.

Por exemplo, se um plano de recuperação que prevê a transferência de controle de uma sociedade, ou uma cisão, ou incorporação, é aprovado pela assembleia de credores e homologado pelo juiz, uma vez efetivada e consumada a operação correspondente (v.g., pagamento do preço, transferência das ações de controle, averbação da cisão do registro de comércio), esta já não pode ser anulada ou ter seus efeitos revertidos no âmbito de eventual recurso processual. Desse modo, cabe à instância recursal cuidar para que os atos dessa natureza não sejam consumados substancialmente seja mediante a concessão de efeito suspensivo ao recurso, seja mediante o seu julgamento antes que tal efetivação ocorra. Se isso não ocorrer, ou seja, se o recurso pendente não impedir a implementação/efetivação dos atos antes referidos, seus efeitos tornam-se irreversíveis, em virtude da aplicação analógica do §2º do art. 61 da incidência do princípio da preservação da empresa, previsto no art. 47 da LRE. Afinal, essa é a única solução compatível com a viabilização da recuperação da empresa e do seu plano de reorganização. A incerteza por tempo indefinido, até que todos os recursos sejam julgados, é claramente incompatível com os imperativos da realidade econômica e com a finalidade do processo de recuperação judicial.<sup>201</sup>

Na recuperação judicial da IFC International Food Company Indústria de Alimentos S/A, a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, em acórdão relatado pelo Des. Azuma Nishi, aplicou a teoria do fato consumado para reconhecer a impossibilidade de se desfazer a venda judicial de ativos com a consolidação da situação jurídica após o transcurso de 6 (seis) anos da aprovação da operação pela assembleia geral de credores e da sua

<sup>201</sup>, MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e investimento na recuperação judicial. In: CERZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Coord.). *Dez anos da lei nº 11.101/2005: estudos sobre a lei de recuperação e falência*. São Paulo: Almedina, 2015, p. 287-288.



homologação por decisão judicial. Ainda que posteriormente tenha ocorrido a convalidação da recuperação judicial em falência, a desconstituição da venda poderia acarretar mais danos aos credores do que a sua manutenção.<sup>202</sup>

Diante dessas considerações, a internalização da teoria do *equitable mootness* para o Brasil, com as devidas adaptações e em respeito ao ordenamento jurídico brasileiro, é uma medida que se impõe para estimular o mercado de *distressed assets*. Para a aplicação do *equitable mootness* no caso concreto, é necessário que (i) haja uma decisão judicial homologando a venda de ativos; (ii) não seja deferido efeito suspensivo a eventual recurso; (iii) a venda tenha sido substancialmente consumada; (iv) não seja possível retornar ao *status quo ante* sem acarretar prejuízos maiores aos credores, ao devedor e aos terceiros interessados; e (v) não seja possível aguardar o julgamento do recurso interposto para que a alienação seja concluída.<sup>203-204</sup>

---

<sup>202</sup> Convém destacar o seguinte trecho do voto do relator: “A hipótese dá ensejo à aplicação da teoria do fato consumado, na qual as situações jurídicas consolidadas pelo decurso do tempo, com supedâneo em decisão judicial, não devem ser desconstituídas, ainda que o teor da decisão não tenha sido o mais acertado, em observância ao princípio da segurança jurídica e das relações sociais.

O Superior Tribunal de Justiça já se posicionou no sentido da manutenção de situação jurídica consolidada no tempo em razão do transcurso de doze anos desde a decisão judicial que a determinou, sob o argumento de que a reforma depois de tanto tempo ocasionaria mais danos sociais.

No caso em análise, evidente que o desfazimento do negócio jurídico de aquisição dos ativos da falida, após o transcurso de aproximadamente seis anos, trará ainda mais prejuízos aos credores, diante da nova controvérsia que se instalará acerca da responsabilidade pelo pagamento dos créditos ainda não quitados, fazendo emergir a fundada dúvida da possibilidade de pagamento pela falida.

Assim, o transcurso do tempo não pode servir de fundamento para que seja revista a decisão que manteve a eficácia do negócio jurídico votado em assembleia, reconhecendo-se a preclusão da matéria neste tocante” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2050780-80.2018.8.26.0000, Azuma Nishi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 24 out. 2018).

<sup>203</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Mootness doctrine e o direito brasileiro. Preservação dos atos validamente implementados no âmbito da recuperação judicial. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 121.

<sup>204</sup> Nesse contexto, convém ressaltar o entendimento de Luiz Fernando Valente de Paiva e Giuliano Colombo acerca da venda de ativos na recuperação judicial: “[...] a LFR estabelece expressamente que são presumidas válidas e não serão anuladas as operações de alienação realizadas de acordo com a LFR e/ou com plano de recuperação judicial (arts. 74 e 131 da LFR), no caso de convalidação da recuperação judicial em falência. A mesma lógica deve prevalecer para os casos de alienação efetuada na pendência de recurso interposto sem efeito suspensivo, ainda que não haja a convalidação da recuperação em falência. Pretender o contrário, ou seja, que devedor, credores e investidor tenham de aguardar até o trânsito em julgado da decisão que autorizou a alienação do ativo, é ignorar por completo, de um lado, a realidade e o dinamismo dos negócios e, de outro, as necessidades do devedor, dos credores, do investidor e a urgência do processo. (...) se a operação for consumada durante a vigência de ordem judicial que lhe tenha autorizado, a operação e os direitos do investidor de boa-fé devem ser preservados, ainda que a decisão judicial seja posteriormente reformada pelas instâncias superiores, em homenagem aos princípios da segurança jurídica e do ato jurídico perfeito” (PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 279).

Com isso, confere-se à alienação judicial de ativos no processo de recuperação um mínimo de previsibilidade e de segurança, o que serve de incentivo para maiores ofertas por parte dos adquirentes e um retorno mais elevado ao devedor em recuperação e (ainda que indiretamente) aos seus credores. Ao menos é isso que se esperaria, não fosse a previsão do art. 142, §2º da LREF, o que será aprofundado em seguida.

### **1.8. O problema da arrematação por preço inferior ao valor de avaliação**

Depois de apresentar as noções básicas e as discussões que circundam a alienação de ativos na recuperação judicial, é necessário voltar-se para o verdadeiro problema na venda judicial de bens, seja o caso de uma execução singular, um procedimento concursal ou um processo de recuperação judicial: a arrematação do bem por preço inferior ao valor de avaliação.<sup>205</sup> Nesse ponto, deve-se lembrar a necessidade de observância ao limite mínimo de 50% (cinquenta por cento) do valor de avaliação, abaixo do qual a oferta seria considerada vil e não seria admitida. A noção de preço vil, inicialmente construção da jurisprudência, foi incorporada pelo parágrafo único do art. 891 do Código de Processo Civil de 2015 (CPC).<sup>206</sup>

O §2º do art. 142 da LREF estabelece que a “alienação dar-se-á pelo maior valor oferecido, ainda que seja inferior ao valor de avaliação”. A simples leitura deste dispositivo permitiria a alienação dos bens do devedor em recuperação pelo conhecido preço vil – vale recordar aqui que o *caput* do art. 60 do capítulo de recuperação judicial faz remissão ao art. 142 do capítulo de falência. Ao analisar a questão do ponto de vista da recuperação judicial, em sentido contrário à previsão legal, Fábio Ulhoa Coelho entende que se não houver lance igual ou superior ao preço estimado para o bem, não se deve admitir a arrematação: “Se o maior lance ofertado for inferior ao mínimo previsto no plano, não se realizam as condições nele previstas para a recuperação da empresa em crise”.<sup>207</sup>

---

<sup>205</sup> No presente trabalho, a expressão “valor de avaliação” é utilizada como sinônimo de valor de mercado, partindo-se da premissa de que a avaliação do ativo foi corretamente realizada utilizando-se parâmetros mercadológicos. É importante mencionar que, por vezes, o valor de avaliação não é calculado com base em uma sondagem do mercado por parte do devedor, do administrador judicial ou do oficial de justiça (no caso da execução singular) com fundamento em informações adequadas do ativo – o que pode levar a uma subavaliação.

<sup>206</sup> Art. 891, CPC. Não será aceito lance que ofereça preço vil.

Parágrafo único. Considera-se vil o preço inferior ao mínimo estipulado pelo juiz e constante do edital, e, não tendo sido fixado preço mínimo, considera-se vil o preço inferior a cinquenta por cento do valor da avaliação.

<sup>207</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 250.

Ao contrário da falência, que busca a arrecadação e a liquidação dos ativos, na recuperação judicial o devedor e os credores chegam a uma solução consensual para a solução da crise econômico-financeira. Depois de negociar com os credores, o devedor apresenta o plano de recuperação, com as condições necessárias para o soerguimento da empresa, os credores votam a proposta em assembleia geral e o juiz concede a recuperação, caso o plano não viole normas de ordem pública. A alienação de ativos pode estar entre os meios de recuperação apontados pelo devedor e aprovados pelos credores, com a especificação do ativo, o valor de avaliação, a forma de pagamento e o eventual valor mínimo admitido para a arrematação. Caso a oferta não observe o valor mínimo ou a forma de pagamento, as condições do plano não seriam cumpridas e a venda não poderia se concretizar.

Apesar disso, na recuperação judicial de Saenge Engenharia de Saneamento e Edificações Ltda., o Des. Ricardo Negrão, integrante da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, apresentou um entendimento mais flexível. Para o magistrado, seria possível a arrematação do ativo por preço inferior à avaliação prevista no plano, desde que a operação seja posteriormente ratificada pela assembleia geral de credores. Nesse caso, haveria uma alienação judicial condicional, submetida à aprovação dos credores.<sup>208</sup>

À luz desse entendimento, a coletividade de credores poderia concordar em aceitar um lance inferior ao preço estimado para o ativo (e sem qualquer piso, à luz do art. 142, §3º da LREF), mas isso acabaria por contrariar o princípio da preservação da empresa. Nesse caso, o devedor em recuperação receberia menos pelos bens vendidos e possivelmente teria que aditar o plano para se adequar aos valores efetivamente recebidos com a alienação – modificando as condições do plano, postergando o pagamento aos credores ou aumentando o deságio a eles imposto.

E isso apenas reverbera o problema da subvalorização dos ativos e dos lances realizados abaixo do preço estimado. Como se sabe, apresentar ofertas inferiores ao valor de avaliação é prática comum na venda judicial de bens: os interessados estão acostumados a aguardar o segundo leilão para oferecer valores abaixo da avaliação (e superiores ao preço vil) para adquirir os ativos por menos que o seu preço de mercado. Com isso, o adquirente consegue comprar o bem por muito menos do que efetivamente vale.

---

<sup>208</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2148079-96.2014.8.26.0000, Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 16 mar. 2015.

Outro problema da venda judicial de bens consiste na assimetria informacional entre vendedor e potenciais compradores. O vencedor do prêmio Nobel de Economia,<sup>209</sup> George A. Akerlof desenvolveu o modelo dos limões<sup>210</sup> – no inglês, *Lemons Model* ou *Lemons Principle* – para mostrar que a assimetria de informação pode reduzir os preços dos bens em um determinado mercado e desestimular a venda de bens de boa qualidade.<sup>211</sup>

Segundo o autor, no mercado de venda de carros seria possível dividir os produtos em carros novos e usados, e novamente em carros bons e ruins. Ao comprar um carro novo, o adquirente não tem conhecimento da sua boa ou má qualidade; no entanto, depois de comprar um carro novo e usá-lo por um período de tempo, o indivíduo é capaz de estimar a boa ou a má qualidade do automóvel. Assim, ao revender o carro, o vendedor tem um conhecimento maior sobre a qualidade do veículo em relação aos potenciais compradores. Como os carros bons e os carros ruins devem ser vendidos pelo mesmo preço, e os compradores não conseguem saber com antecedência se o automóvel é bom ou ruim, há um nivelamento dos preços por baixo.<sup>212</sup> Considerando que os compradores estão dispostos a pagar por um carro usado o valor inferior atribuído a um carro usado ruim, duas situações podem se caracterizar: ou os vendedores de carros usados bons aceitam realizar a venda por preços mais baixos ou desistem completamente de vender o automóvel. Assim, há uma seleção adversa e os vendedores de carros usados de boa qualidade são excluídos do mercado.<sup>213</sup>

Em um contexto de venda de ativos na recuperação judicial, Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli comparam o contrato de trespasse à alienação de unidade produtiva isolada, tendo em vista o modelo dos limões:

---

<sup>209</sup> George A. Akerlof, Michael Spence e Joseph Stiglitz foram vencedores do Prêmio do Banco da Suécia para as Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel, no ano de 2001, por seus trabalhos envolvendo análise de mercados com informação assimétrica.

<sup>210</sup> Chama-se modelo dos limões, pois o autor utilizou como exemplo o mercado de carros usados nos Estados Unidos da América e os carros de baixa qualidade são conhecidos como *lemons*.

<sup>211</sup> AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, [S. l], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970.

<sup>212</sup> *Ibid.*, p. 488-500.

<sup>213</sup> Na leitura do exemplo de George A. Akerlof por Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli: “Assim, entre o ofertante e os potenciais adquirentes manifesta-se uma assimetria de informações acerca da qualidade do bem ofertado. Se há incerteza do potencial adquirente do carro quanto à qualidade deste, sua tendência será pagar por um carro usado o preço de um carro ruim, não o de um carro bom. Nesse caso, se ofertante do carro estiver a ofertar um carro bom, ele não se disporá a vender esse carro pelo preço de um carro ruim, e decidirá permanecer com o carro por mais alguns anos. Nesse sentido, em razão da assimetria de informações entre os participantes de um mercado, manifesta-se o problema da seleção adversa, de acordo com o qual os ofertantes de carros bons serão excluídos do mercado, restando apenas os ofertantes de carros ruins e, assim, reforçando a tendência de os compradores pretenderem pagar apenas o preço de carros ruins” (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 94).

O principal aspecto distintivo entre o contrato de *traspasse* e a alienação de unidade produtiva isolada diz respeito à disciplina da sucessão em dívidas com fornecedores, com empregados e com o Fisco. Em caso de *traspasse* de estabelecimento, o adquirente responde pelas dívidas trabalhistas (arts. 10 e 448 da CLT), pelas dívidas tributárias (art. 133 do CTN) e pelas demais dívidas (art. 1.146 do CC/2002) relativas ao estabelecimento adquirido. Essa disciplina legal conduz a uma grande assimetria de informações entre o alienante - que possui mais informações sobre o passivo relativo ao estabelecimento alienado - e o adquirente - que não possui informações sobre esse endividamento. Com efeito, em caso de *traspasse* de estabelecimento, a disciplina legal reforça a tendência à seleção adversa nesse mercado, conforme o princípio dos limões formulado por George Akerlof. Vale dizer, como os potenciais compradores de estabelecimento não sabem se o estabelecimento que estão comprando possui ou não dívidas, eles tenderão pagar apenas o preço equivalente a um estabelecimento altamente endividado. Por conseguinte, por conta das diversas normas que imputam responsabilidade ao adquirente de estabelecimento, o contrato de *traspasse* tende a ser um mau negócio para o adquirente e para o alienante.<sup>214</sup>

É possível extrair do trecho mencionado que a assimetria informacional entre adquirente e alienante pode derrubar o valor dos ativos, porque o potencial adquirente não consegue realizar a *due diligence* necessária para descobrir a qualidade do ativo,<sup>215</sup> bem como não é capaz de calcular o endividamento do estabelecimento empresarial em caso de sucessão nas obrigações do alienante (ou de caracterização de grupo econômico, como se viu anteriormente).<sup>216</sup> Isso apenas dificulta a precificação adequada do ativo pelo potencial comprador. Soma-se a isso insegurança jurídica trazida pela possível desconstituição da operação com a reforma da decisão que a autorizou, o que pode reduzir ainda mais o valor oferecido pelo ativo.

Como se pode ver, o ordenamento jurídico brasileiro não oferece a segurança e a previsibilidade necessárias para incentivar ofertas próximas ao valor de avaliação dos ativos postos à venda no curso do processo de recuperação judicial. Apesar disso, como se verá na sequência, o devedor em recuperação e os terceiros interessados em adquirir seus ativos podem

---

<sup>214</sup> AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 233-234.

<sup>215</sup> Para Bruce A. Markell, ao reduzir a incerteza em torno do ativo que está sendo vendido (oferecendo ao potencial adquirente informações relevantes sobre a qualidade do ativo) e do procedimento de licitação, os interessados na aquisição do ativo são estimulados a oferecer lances mais elevados (MARKELL, Bruce A. *The case against breakup fees in bankruptcy*. *American Bankruptcy Law Journal*, [S. l.], v. 66, p. 349-386, 1992)

<sup>216</sup> Segundo Cássio Cavalli: “Caso houvesse sucessão de obrigações na venda de UPI, ante a incerteza na existência e extensão das dívidas do devedor alienante, os potenciais adquirentes não teriam como precificar os ativos operacionais corretamente e se disporiam a pagar o menor preço possível. Por conseguinte, a assimetria informacional conduziria à seleção adversa, segundo a qual os ofertantes de bons ativos não se disporiam a vender seus ativos e deixariam de recorrer à venda de UPI pelo valor de *going concern* como estratégia de recuperação judicial” (CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência: estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 116).

se utilizar do contrato de *stalking horse* (de origem norte-americana) para remediar as deficiências da lei brasileira.

## 2. O CONTRATO DE *STALKING HORSE* E SUA UTILIZAÇÃO NO BRASIL

### 2.1. O contrato de *stalking horse* na experiência norte-americana

O *Title 11* do *Code of Laws of the United States of America* (conhecido como *Bankruptcy Code*),<sup>217</sup> e o *Title 11a* (chamado de *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*), regulam os processos equivalentes à falência e à recuperação judicial nos Estados Unidos da América (EUA). O termo *bankruptcy* é utilizado de forma ampla para abranger os processos de liquidação (*bankruptcy liquidation*, tratado no *Chapter 7* do *Bankruptcy Code*) e de reorganização (*bankruptcy reorganization*, disciplinado pelo *Chapter 11* do *Bankruptcy Code*).

Por meio do *bankruptcy liquidation*, o devedor se propõe a vender todos os ativos e pagar as dívidas com os recursos obtidos, encerrando seu negócio – ou transferindo-o a um terceiro mediante alienação do estabelecimento empresarial ou da empresa como um todo. Assim como a falência brasileira, no *bankruptcy liquidation* os credores são pagos de acordo com a classificação legal dos créditos e nos limites do que foi recebido pela venda dos bens da massa falida. A seu turno, no *bankruptcy reorganization*, o devedor (normalmente) busca a reestruturação da dívida por intermédio de um plano de reorganização, o qual poderá estipular a venda de ativos, a redução dos encargos financeiros da dívida, a mudança na forma de pagamento ou a redução no valor da dívida (o já conhecido deságio ou *haircut*) – é possível até a alienação da integralidade da empresa a um terceiro, o que, como se viu, é objeto de controvérsia no Brasil.<sup>218-219</sup> A conversão do processo de reorganização em liquidação também é possível, caso se verifique a impossibilidade de soerguimento da empresa – aliás, nas negociações entre devedor e credores tal ameaça é comum.

No processo de reorganização previsto no ordenamento jurídico norte-americano, os administradores do devedor permanecem na condução da atividade empresária, o que se chama de *debtor-in-possession* ou DIP – fonte de inspiração do art. 64 da LREF, o que já foi

<sup>217</sup> Comumente abreviado na forma de *United States Code*, *U.S. Code* ou *USC*.

<sup>218</sup> WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The law of debtors and creditors: text, cases and problems*. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009, p. 387-388.

<sup>219</sup> É o que diz a §1123(b)(4) do *Bankruptcy Code*: “(b) Subject to subsection (a) of this section, a plan may – (4) provide for the sale of all or substantially all of the property of the estate, and the distribution of the proceeds of such sale among holders of claims or interests”. Em tradução livre: “(b) Sujeito à subseção (a) desta seção, um plano pode – (4) prever a venda de todos ou substancialmente todos os bens de propriedade da massa, e a distribuição do produto de tal venda entre os credores [...]”. De acordo com Nancy C. Dreher *et al*, também seria possível admitir a venda fora do plano de reorganização, na forma da §363(b) do *Bankruptcy Code* (DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2014, p. 869-870). Veja-se também: WARREN; WESTBROOK, op. cit., p. 398.

mencionado anteriormente. A manutenção da gestão do devedor tem por objetivo impedir que os administradores demorem a buscar o remédio da reorganização, até que seja tarde demais e a solução da crise econômico-financeira se mostre impossível – restando apenas a liquidação da pessoa jurídica. Por sua vez, na liquidação, o devedor é afastado e o *trustee* (figura similar ao administrador judicial no Brasil) é nomeado para substituí-lo na condução do processo de liquidação (arrecadação e realização do ativo, pagamento dos credores etc.).<sup>220</sup>

Com o pedido de reorganização ou de liquidação, as ações e execuções em face do devedor são automaticamente suspensas: trata-se do *automatic stay*, previsto na §362(a) do *Bankruptcy Code*. Outra consequência automática do pedido é a formação da massa – no inglês, *estate* –, que assume a propriedade de todos os ativos do devedor, assim como a responsabilidade por suas obrigações e dívidas.<sup>221-222</sup> No *bankruptcy liquidation* do *Chapter 7*, o *trustee* assume a administração da massa,<sup>223</sup> enquanto no *bankruptcy reorganization* do *Chapter 11* o devedor e seus administradores exercem este papel.<sup>224-225</sup> O *trustee* ou o devedor pode realizar a venda de ativos da massa na forma da §363(b) do *Bankruptcy Code* (abordado mais à frente), caso se mostre necessário para adquirir recursos que servirão de capital de giro,<sup>226</sup> ou caso seja oportuno, se houver uma proposta na mesa para a aquisição de um determinado ativo.<sup>227</sup>

---

<sup>220</sup> FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 34.

<sup>221</sup> É o que prevê a §541(a) do *Bankruptcy Code*: “(a) The commencement of a case under section 301, 302, or 303 of this title creates an estate. Such estate is comprised of all the following property, wherever located and by whomever held [...]”. Em tradução livre: “O início de um processo sob as seções 301, 302 ou 303 deste título cria uma massa. Tal massa é composta de todos os seguintes bens, onde quer que estejam localizados e por quem quer que os detenha [...]”.

<sup>222</sup> JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001, p. 89.

<sup>223</sup> É importante diferenciar o *trustee* que exerce a administração da massa do *United States trustee*, um funcionário público federal nomeado para supervisionar e fiscalizar os processos de *bankruptcy*, conforme §586(a) do *Title 28* do *U.S. Code*.

<sup>224</sup> FERRIELL; JANGER, op. cit., p. 223.

<sup>225</sup> No processo de *bankruptcy reorganization*, o devedor atua sob supervisão do juízo da reorganização, e pode ser substituído por um *trustee* mediante decisão do juízo (EPSTEIN, David G. et al. *Bankruptcy (including BAPCPA): 21<sup>st</sup> century debtor-creditor law*. St. Paul: Thomson West, 2006, p. 58-59).

<sup>226</sup> Uma das vantagens da §363(b) do *Bankruptcy Code* é a possibilidade de venda no início do processo de reorganização, permitindo ao devedor obter recursos que poderão ser utilizados para seu capital de giro (PIERCE, Clare; VANCE, Cathy; WHEELER, John. Asset sales in bankruptcy: the financial advisor’s perspective. *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [S. 1.], v. 4, p. 351-356, 2008). Veja-se também: GOREN, Matthew P. Chip away at the stone: the validity of pre-bankruptcy clauses contracting around section 363 of the bankruptcy code. *New York Law School Law Review*, [S. 1.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007.

<sup>227</sup> É normal que a venda de ativos no processo de reorganização ocorra tanto na forma do plano aprovado pelos credores, como durante o curso do processo, na forma da §363 do *Bankruptcy Code* (WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The law of debtors and creditors: text, cases and problems*. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009, p. 403).



Na sequência, o devedor negocia com os credores e elabora um plano de reorganização que tem o propósito de reestruturar a dívida, o qual se submete à votação por parte dos credores. Entre as medidas de reorganização, o devedor pode prever a venda de ativos, de estabelecimentos empresariais ou da integralidade da empresa. O sobrevalor (aviamento) decorrente da organização dos meios de produção no estabelecimento empresarial (em contraposição aos bens individualmente considerados) é conhecido como *going concern*.<sup>228</sup> Nesse contexto, é comum que se utilize o contrato de *stalking horse* para maximizar o valor dos ativos na venda de bens no curso do processo de recuperação judicial – o que se verá mais adiante.

Por fim, é importante destacar que o presente trabalho se restringe ao exame da venda de ativos no contexto do *bankruptcy reorganization* do *Chapter 11*, embora algumas previsões do *Bankruptcy Code* e do *Federal Rules of Bankruptcy Procedure* possam se referir à venda de ativos tanto na liquidação como na reorganização. Desse modo, sempre que se falar em reorganização, quer-se dizer o instituto do *bankruptcy reorganization* norte-americano.

### 2.1.1. A venda de ativos no processo de reorganização

Inicialmente, há de se ressaltar que o devedor em reorganização pode vender bens no curso ordinário dos negócios – no inglês, *ordinary course of business* –, desde que (i) a venda de tais bens seja uma prática comum na indústria em que o devedor se insere, e (ii) o risco da operação não seja mais elevado do que o esperado pelos credores que emprestaram recursos ao devedor antes do pedido de reorganização.<sup>229</sup> Não há necessidade de

---

<sup>228</sup> Na lição de Thomas H. Jackson, a respeito da importância do *going concern* para a maximização do valor dos ativos: “The use of individual creditor remedies may lead to a piecemeal collective dismantling of a debtor’s business by the untimely removal of necessary operating assets. To the extent that a non-piecemeal collective process (whether in the form of a liquidation or reorganization) is likely to increase the aggregate value of the pool of assets, its substitution for individual remedies would be advantageous to the creditors as a group. This is derived from a commonplace notion: that a collection of assets is sometimes more valuable together than the same assets would be if spread to the winds. It is often referred to as the surplus of a going-concern value over a liquidation value” (JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001, p. 14). Em tradução livre: “O uso de soluções para credores individuais pode levar a um desmantelamento coletivo dos negócios do devedor pela remoção intempestiva de ativos operacionais essenciais. Na medida em que um processo coletivo não fragmentado (seja na forma de uma liquidação ou reorganização) possa aumentar o valor agregado do conjunto de ativos, sua substituição por uma única solução seria vantajosa para os credores como um grupo. Isso é decorrente de uma noção comum: que um conjunto de ativos às vezes é mais valioso do que os mesmos ativos se espalhados pelos ventos. É frequentemente conhecido como o excedente de um valor de *going concern* em vez de um valor de liquidação”.

<sup>229</sup> A operação no curso ordinário dos negócios se verifica por meio do teste de dimensão horizontal e do teste de dimensão vertical, conforme Jeff Ferriell e Edward J. Janger: “Whether a particular transaction is in the ordinary course depends on two tests: the horizontal dimension test and the vertical dimension test. The horizontal dimension test considers ‘whether from an industry-wide perspective, the transaction is of the sort commonly

autorização do juízo da reorganização ou oitiva dos credores para a alienação destes bens, sob pena de completamente inviabilizar a empresa. É o exemplo da concessionária de automóveis ou do mercado que, mesmo depois do pedido de reorganização, podem continuar a vender os produtos do seu estoque.<sup>230</sup>

Por outro lado, a venda de ativos fora do curso normal dos negócios exige autorização judicial, nos termos da §363(b) do *Bankruptcy Code*.<sup>231-232</sup> Esse dispositivo se aplica tanto para o processo de *bankruptcy liquidation* como para *bankruptcy reorganization*. Na maior parte dos casos de liquidação do *Chapter 7*, o *trustee* deve realizar o ativo da maneira mais célere e eficiente possível (e pagar os credores com o produto da venda), pois essa é uma das atribuições do *trustee* na liquidação. A exigência de autorização judicial da §363(b) se volta para o caso em que o *trustee* assume a gestão da empresa e a mantém funcionando,<sup>233</sup> a fim de vendê-la como um *going concern*. De modo semelhante, no contexto da reorganização do *Chapter 11*, o devedor e seus administradores (*debtor-in-possession*) podem requerer a alienação de bens que não são essenciais para a continuidade da empresa, ou mesmo unidades produtivas isoladas.<sup>234</sup>

---

undertaken by companies in that industry'. The vertical dimension test considers creditors' expectations and whether the economic risk of the transaction is different from those accepted by creditors that extended credit to the debtor pre-petition.

A debtor's continued sale of inventory is likely to be in the ordinary course under both these tests" (FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 302). Em tradução livre: "Se uma transação específica está no curso ordinário depende de dois testes: o teste de dimensão horizontal e o teste de dimensão vertical. O teste de dimensão horizontal considera 'se, do ponto de vista da indústria, a transação é do tipo comumente adotado pelas companhias dessa indústria'. O teste de dimensão vertical considera as expectativas dos credores e se o risco econômico da transação é diferente daquele aceito pelos credores que estenderam o crédito ao devedor antes do pedido de reorganização.

É provável que a venda continuada de estoque de um devedor esteja no curso ordinário sob esses dois testes".

<sup>230</sup> Veja-se: (i) WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 607-608; e (ii) BAIRD, Douglas G. *Elements of bankruptcy*. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006, p. 246.

<sup>231</sup> Confira-se a §363(b) do *Bankruptcy Code*: "(b)(1) The trustee, after notice and a hearing, may use, sell, or lease, other than in the ordinary course of business, property of the estate [...]". Em tradução livre: "(b)(1) O *trustee*, depois de aviso e audiência, pode usar, vender, ou arrendar bens da massa, desde que não no curso ordinário dos negócios [...]".

<sup>232</sup> Vale destacar que a §363(b) do *Bankruptcy Code* se aplica à alienação de qualquer tipo de ativo (PIERCE, Clare; VANCE, Cathy; WHEELER, John. Asset sales in bankruptcy: the financial advisor's perspective. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 4, p. 351-356, 2008).

<sup>233</sup> É o que permite a §721 do *Bankruptcy Code*: "The court may authorize the trustee to operate the business of the debtor for a limited period, if such operation is in the best interest of the estate and consistent with the orderly liquidation of the estate". Em tradução livre: "O juízo pode autorizar o *trustee* a gerir os negócios do devedor por um período limitado, se tal operação for do melhor interesse da massa e consistente com a liquidação ordenada da massa".

<sup>234</sup> FERRIELL; JANGER, op. cit., p. 304-305.

Essa hipótese de venda de ativos ocorre antes da elaboração do plano de reorganização, com a posterior confirmação da operação pelo plano.<sup>235</sup>

Em ambos os casos, tanto na liquidação como na reorganização, a autorização judicial é necessária, depois de ouvidas as partes interessadas (o que será discutido no detalhe na sequência). É importante mencionar que a lei não exige a aprovação dos acionistas ou sócios do vendedor para que a operação seja autorizada pelo juízo da reorganização.<sup>236</sup> E caso a venda englobe bens que servem de garantia para credores, a §363(e) permite que tais credores obtenham do juízo da reorganização uma ordem que proteja seus interesses e impeça a venda (o que se chama de *adequate protection*);<sup>237</sup> apesar disso, é possível que a alienação se concretize desde que (i) o objeto da garantia do credor seja substituído por outro bem ou (ii) o produto obtido com a venda seja destinado para garantir seu crédito.<sup>238</sup>

Nessa ordem de ideias, nos termos da §363(f) do *Bankruptcy Code*,<sup>239</sup> a alienação pode ser realizada com a liberação das garantias incidentes sobre os bens – no inglês, *free and clear* –, desde que se verifique uma das seguintes situações (de maneira alternativa, e não cumulativa): (i) a legislação não falimentar aplicável ao caso permite a alienação do bem sem a transferência de responsabilidade ao adquirente; (ii) o titular da garantia consente com a

<sup>235</sup> Nesse sentido, a §363(b) do *Bankruptcy Code* em muito se assemelha ao art. 66 da LREF.

<sup>236</sup> Confira-se: (i) BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 324-325; (ii) REILLY JR., Frank B.; CRAPO, David N. Distressed M&A: bankruptcy code section 363 sales. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. 1.], v. 5, p. 275-280, 2009; e (iii) HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. 1.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006.

<sup>237</sup> Vale transcrever o texto da §363(e) do *Bankruptcy Code*: “(e) Notwithstanding any other provision of this section, at any time, on request of an entity that has an interest in property used, sold, or leased, or proposed to be used, sold, or leased, by the trustee, the court, with or without a hearing, shall prohibit or condition such use, sale, or lease as is necessary to provide adequate protection of such interest [...]”. Em tradução livre: “Não obstante qualquer outra disposição desta seção, a qualquer momento, a pedido de uma entidade que tenha garantia de seu crédito em bens usados, vendidos, arrendados ou propostos para serem usados, vendidos ou arrendados, pelo trustee, o juízo, com ou sem audiência, proibirá ou condicionará tal uso, venda ou arrendamento conforme necessário para fornecer proteção adequada a tal garantia [...]”.

<sup>238</sup> FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 306-307.

<sup>239</sup> Veja-se o texto da §363(f) do *Bankruptcy Code*: “(f) The trustee may sell property under subsection (b) or (c) of this section free and clear of any interest in such property of an entity other than the estate, only if – (1) applicable nonbankruptcy law permits sale of such property free and clear of such interest; (2) such entity consents; (3) such interest is a lien and the price at which such property is to be sold is greater than the aggregate value of all liens on such property; (4) such interest is in bona fide dispute; or (5) such entity could be compelled, in a legal or equitable proceeding, to accept a money satisfaction of such interest”. Em tradução livre: “O trustee poderá vender bens sob as subseções (b) ou (c) desta seção livre e isenta de qualquer garantia em tais bens em favor de uma entidade que não a massa, somente se: (1) a lei não falimentar aplicável permitir a venda de tal bem livre e isenta de tal garantia; (2) tal entidade consente; (3) tal garantia é um penhor e o preço pelo qual tal bem será vendido é maior que o valor agregado de todos os ônus sobre tal bem; (4) tal garantia é objeto de discussão; ou (5) tal entidade poderia ser obrigada, em um processo legal ou de equidade, a aceitar uma satisfação monetária por tal garantia”.

aquisição por terceiro sem que haja sucessão; (iii) a garantia consiste em um penhor e o valor agregado de todas as garantias que recaem sobre o bem é menor do que o preço de venda do bem; (iv) a garantia é objeto de discussão, o que poderia levar à desconstituição da garantia; ou (v) o titular da garantia pode ser compelido a aceitar dinheiro no lugar do objeto da garantia.<sup>240</sup>

Além da venda de ativos no curso do processo de reorganização, a §1123(a)(5)(D)<sup>241</sup> e a §1123(b)(4)<sup>242</sup> do *Bankruptcy Code* admitem a alienação de bens como um dos meios de reorganização previstos no plano. Estes dispositivos permitem que o devedor em reorganização faça uma liquidação ordenada de seus ativos, vendendo a totalidade ou a quase totalidade dos seus bens e distribuindo o produto da alienação aos seus credores, tal como ocorreria na realização do ativo na falência do Direito Brasileiro.<sup>243</sup> Tal como a venda na forma da §363(b), os ativos vendidos conforme o plano de reorganização também estão livres de qualquer ônus para o adquirente, de acordo com a §1141(c) do *Bankruptcy Code*.<sup>244</sup>

---

<sup>240</sup> Nesse sentido: (i) BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 321-322; e (ii) FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 308-309.

<sup>241</sup> Confira-se a §1123(a)(5)(D) do *Bankruptcy Code*: “(a) Notwithstanding any otherwise applicable nonbankruptcy law, a plan shall – (...) (5) provide adequate means for the plan’s implementation, such as – (...) (D) sale of all or any part of the property of the estate, either subject to or free of any lien, or the distribution of all or any part of the property of the estate among those having an interest in such property of the estate [...]”. Em tradução livre: “(a) Não obstante qualquer lei de não falimentar aplicável, o plano deverá – (...) (5) fornecer meios adequados para a implementação do plano, tais como – (...) (D) a venda da integralidade dos ativos ou de parte dos ativos, sujeita ou livre de qualquer penhor, ou a distribuição da integralidade dos ativos ou de parte dos ativos da massa entre aqueles que têm garantia sobre tais ativos [...]”.

<sup>242</sup> E de acordo com a §1123(b)(4) do *Bankruptcy Code*: “(b) Subject to subsection (a) of this section, a plan may – (...) (4) provide for the sale of all or substantially all of the property of the estate, and the distribution of the proceeds of such sale among holders of claims or interests [...]”. Em tradução livre: “(b) Sujeito à subseção (a) desta seção, um plano pode – (...) (4) prever a venda de todos ou substancialmente todos os ativos da massa, e a distribuição do produto de tal venda entre os titulares de garantias e créditos [...]”.

<sup>243</sup> Vale mencionar a lição de Elizabeth Warren e Jay Lawrence Westbrook sobre o tema: “Increasingly Chapter 11 cases are producing liquidating plans. Generally, a liquidating plan is one in which the tasks remaining may be limited to selling assets, resolving disputes, collecting debts through lawsuits, and distributing the proceeds obtained according to an agreed formula” (WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The law of debtors and creditors: text, cases and problems*. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009, p. 707). Em tradução livre: “Os casos de *Chapter 11* estão cada vez mais produzindo planos de liquidação. Geralmente, um plano de liquidação é aquele em que as tarefas remanescentes podem se limitar à venda de ativos, resolução de litígios, cobrança de dívidas por meio de ações judiciais e distribuição dos recursos obtidos de acordo com uma fórmula ajustada”.

<sup>244</sup> Veja-se a §1141(c) do *Bankruptcy Code*: “(c) Except as provided in subsections (d)(2) and (d)(3) of this section and except as otherwise provided in the plan or in the order confirming the plan, after confirmation of a plan, the property dealt with by the plan is free and clear of all claims and interests of creditors, equity security holders, and of general partners in the debtor”. Em tradução livre: “(c) Exceto conforme disposto nas subseções (d)(2) e (d)(3) desta seção e exceto quando disposto em contrário no plano ou na ordem confirmando o plano, após a confirmação de um plano, os ativos dispostos pelo plano são livres e isentos de todas as garantias e responsabilidades em face dos credores, dos acionistas e dos sócios do devedor de maneira geral”.

Dito isso, a venda de ativos no processo de reorganização do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* – seja uma venda da §363(b), seja no plano – normalmente observa uma sequência de eventos, por vezes iniciada antes do processo. De acordo com os apontamentos de David K. Bowsher *et al*, em um primeiro momento, o vendedor procura ativamente interessados na aquisição do ativo. Em seguida, caso alguém tenha demonstrado interesse, o vendedor lhe confere a oportunidade de realizar uma *due diligence* para verificar a qualidade do ativo e poder precificá-lo (ainda que não tenha muito tempo para essa tarefa).<sup>245</sup>

Nessa etapa, é possível que o vendedor e o potencial comprador celebrem um acordo para indicar as condições gerais da venda,<sup>246</sup> estabelecer uma oferta vinculante mínima e que servirá para incentivar o processo competitivo de venda – embora seja possível concretizar a venda sem um leilão, considerando que o *Bankruptcy Code* não exige tal formalidade.<sup>247</sup> Trata-se do contrato de *stalking horse*,<sup>248</sup> objeto do presente estudo e que será detalhado mais à frente. Para que suas cláusulas tenham validade perante a coletividade de credores, o contrato deve ser aprovado pelo juízo. Apesar disso, pode ser que a venda se realize sem um ajuste desse tipo, com a presença dos interessados diretamente no leilão.

Com ou sem contrato de *stalking horse*, o vendedor apresentará uma petição delineando o procedimento de venda ou de licitação – *bidding procedures*, no inglês –, o que se sujeita à aprovação do juízo da reorganização.<sup>249</sup> A petição deve demonstrar como funcionará

---

<sup>245</sup> BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 325.

<sup>246</sup> DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2014, p. 870.

<sup>247</sup> Segundo Philip V. Martino e Colleen E. McManus: “There is no Bankruptcy Code section requiring establishment of bid procedures in advance of a sale of estate assets. There is no statutory checklist of auction procedures. Thus, auction procedures vary by jurisdiction, and even by judge within each jurisdiction. But trustees, debtors and other sellers of estate assets of significant value almost always obtain court approval of structured bid procedures as a vehicle to solidify and enhance the bid process” (MARTINO, Philip V.; MCMANUS, Colleen E. Pay attention to bankruptcy sales procedures – or else. *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 2, p. 253-259, 2006-2007). Em tradução livre: “Não há dispositivo no *Bankruptcy Code* exigindo o estabelecimento do procedimento de licitação antes da venda de ativos da massa. Não há rol legal de verificação do procedimento de licitação. Assim, o procedimento de licitação varia por jurisdição, e até mesmo por juiz dentro de cada jurisdição. Mas *trustees*, devedores e outros vendedores de ativos de valor significativo quase sempre obtêm aprovação judicial de procedimentos de licitação estruturados como um veículo para solidificar e melhorar o processo de licitação”.

<sup>248</sup> O contrato de *stalking horse* é a expressão utilizada neste trabalho para representar qualquer instrumento contratual que identifique os contornos do ajuste. É comum que o *stalking horse* se aperfeiçoe por uma carta de intenções ou pelo próprio contrato de compra e venda do ativo (WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 667).

<sup>249</sup> Normalmente, a aprovação da operação pelo juízo da reorganização ocorre em dois momentos distintos: primeiro, busca-se o reconhecimento da validade do procedimento de licitação; em seguida, após o leilão ou a apresentação das propostas fechadas, pretende-se obter a autorização do juízo para a venda propriamente dita

a verificação da idoneidade dos interessados, os tipos de lances que podem ser realizados, a forma como o leilão será conduzido, as proteções oferecidas ao *stalking horse bidder* etc.<sup>250</sup> Além disso, sobre o requerente recai a obrigação de justificar a venda.<sup>251</sup>

Em seguida, deve-se enviar por correio um aviso aos credores, ao *trustee* e a todos os demais interessados, com antecedência de no máximo 21 (vinte e um) dias em relação ao procedimento de venda. Como não há regra específica a esse respeito no *Bankruptcy Code* ou no *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*, pode-se adotar o prazo de 21 (vinte e um) dias referente à venda propriamente dita, previsto na Regra 2002(a)(2) do *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*.<sup>252</sup> No entanto, de acordo com David K. Bowsher *et al*, é comum (e suficiente) que se envie o aviso 14 (quatorze) dias antes do procedimento de venda.<sup>253</sup> Nesse período, eventuais interessados têm a oportunidade de apresentar objeções à venda; se alguém

---

(BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [S. 1.], v. 47, p.413-434, 2012-2013).

<sup>250</sup> A expressão *stalking horse bidder* é utilizada para se referir ao interessado que faz a oferta mínima para a compra do ativo e que funciona de piso para o processo competitivo de venda (FRIMET, Zachary R. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in § 363 sales. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [S. 1.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015).

<sup>251</sup> No entendimento de Nancy C. Dreher *et al*: “The motion to sell should summarize the asset purchase agreement, and also explain the justification for the sale, in other words, why the assets are being sold, describe the marketing efforts for the assets, identify the proposed buyer and describe any relationship between the buyer, the debtor, insiders, creditors, or professionals in the Chapter 11 case, and provide a summary of disbursements and an estimate of the proceeds of the sale” (DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2014, p. 872). Em tradução livre: “A petição para vender deve resumir o contrato de compra de ativos e também explicar a justificativa para a venda, em outras palavras, por que os ativos estão sendo vendidos, descrever os esforços de marketing para os ativos, identificar o potencial comprador e descrever qualquer relação entre o comprador, o devedor, *insiders*, credores ou profissionais no processo do *Chapter 11*, e fornecer um resumo dos desembolsos e uma estimativa dos resultados da venda”.

<sup>252</sup> Confira-se a Regra 2002(a)(2) do *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*: “Notices to creditors, equity security holders, administrators in foreign proceedings, persons against whom provisional relief is sought in ancillary and other cross-border cases, United States, and United States trustee.

(a) Twenty-one-day notices to parties in interest. Except as provided in subdivisions (h), (i), (l), (p), and (q) of this rule, the clerk, or some other person as the court may direct, shall give the debtor, the trustee, all creditors and indenture trustees at least 21 days’ notice by mail of: (...) (2) a proposed use, sale, or lease of property of the estate other than in the ordinary course of business, unless the court for cause shown shortens the time or directs another method of giving notice [...]”. Em tradução livre: “Avisos para credores, titulares de valores mobiliários, administradores em processos estrangeiros, pessoas contra as quais se pleiteia tutela provisória em processos auxiliares e outros processos transfronteiriços, Estados Unidos e o *trustee* dos Estados Unidos.

(a) Avisos de vinte e um dias a partes interessadas. Exceto conforme disposto nas subdivisões (h), (i), (l), (p) e (q) desta regra, o secretário, ou alguma outra pessoa que o juízo possa instruir, dará ao devedor, ao *trustee*, todos os credores e agentes fiduciários de emissão de títulos de dívida aviso com pelo menos 21 dias de antecedência pelo correio de: (...) (2) uma proposta de uso, venda ou arrendamento de propriedade da massa que não seja realizada no curso normal dos negócios, a menos que o juízo justificadamente reduza o tempo de antecedência ou indique outro método de aviso [...]”.

<sup>253</sup> BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 326.

impugnar a venda, deve-se realizar uma audiência para a oitiva das partes interessadas.<sup>254</sup> Feita a audiência, o juízo da reorganização pode aprovar o procedimento de venda proposto no todo ou apenas parcialmente.

Ato contínuo, a venda pública é realizada nos termos do procedimento de licitação aprovado pelo juízo da reorganização, com a indicação do lance vencedor ao final. Depois do leilão (ou pregão ou propostas fechadas), ao vendedor incumbe requerer ao juízo a autorização para realizar a venda pelo melhor (na maioria das vezes, o maior) lance oferecido. Como se disse acima, deve-se enviar um aviso por correio com antecedência de 21 (vinte e um) dias para a venda, na forma da Regra 2002(a)(2) do *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*. Além disso, o aviso deve conter a descrição geral do ativo, a data e o local da venda pública, os termos e as condições da venda privada e o prazo para a apresentação de objeções à venda.<sup>255</sup> Se alguém se opuser à venda, uma nova audiência pode ser realizada para ouvir os argumentos das partes.

Depois da audiência sobre a venda, o juízo da reorganização profere decisão para autorizar a alienação de acordo com o lance que se sagrou vitorioso no leilão.<sup>256</sup> Salvo disposição em sentido contrário na decisão de autorização da venda, a Regra 6004(h) do *Federal Rules of Bankruptcy Procedure* determina a suspensão dos efeitos da decisão pelo período de 14 (quatorze) dias contados da sua prolação, prazo para a interposição de recurso em face da decisão.<sup>257</sup>

A decisão sobre a venda deve analisar a presença dos seguintes requisitos: (i) se a venda é devidamente justificada; (ii) se as partes interessadas foram avisadas com antecedência suficiente para se manifestarem;<sup>258</sup> (iii) se o preço de aquisição foi justo e razoável

---

<sup>254</sup> A audiência só é realizada se uma das partes interessadas assim pleitear, nos termos da §102(1)(B) do *Bankruptcy Code* (GOREN, Matthew P. Chip away at the stone: the validity of pre-bankruptcy clauses contracting around section 363 of the bankruptcy code. *New York Law School Law Review*, [S. l.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007).

<sup>255</sup> De acordo com a Regra 2002(c)(1) do *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*.

<sup>256</sup> DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2014, p. 873.

<sup>257</sup> BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 326-327.

<sup>258</sup> De acordo com David K. Bowsher *et al*, ao tratar do tema no contexto do contrato de *stalking horse*: “The stalking horse should require broad notice of the proposed sale – and that successor liability is being cut off or at least restricted – to reduce the likelihood that postclosing successor liability claims will be successful. Notice to claimants in the bankruptcy is the bare minimum. Depending on the business being sold, the stalking horse may want to require notice to purchasers of the seller’s products, as well as publication notice” (Ibid., p. 334). Em tradução livre: “O *stalking horse* deve exigir um amplo aviso da venda proposta – e que a responsabilidade do sucessor está sendo cortada ou, pelo menos, restringida – para reduzir a probabilidade de que as reivindicações de responsabilidade do sucessor após o fechamento sejam bem-sucedidas. Aviso às partes interessadas no processo de *bankruptcy* é o mínimo. Dependendo do negócio que está sendo vendido, o *stalking horse* pode exigir um aviso aos compradores dos produtos do vendedor, bem como a publicação do aviso sobre a venda”.

– no inglês, *fair and reasonable* –; e (iv) se o vendedor e o comprador agiram de boa-fé.<sup>259-260</sup> Assim, a decisão sobre a venda deve expor de forma motivada o cumprimento de tais requisitos e, para evitar a discussão sobre a responsabilidade do sucessor por obrigações do vendedor, também deve indicar a ausência de sucessão (ou os termos nos quais haveria sucessão), bem como a competência do juízo da reorganização para decidir questões relativas à sucessão.<sup>261</sup> De igual modo, a decisão deve permitir a transferência imediata do ativo, caso o adquirente não deseje aguardar o prazo para a interposição de eventuais recursos pelas partes interessadas.<sup>262</sup>

Com a decisão do juízo da reorganização reconhecendo a idoneidade da venda do ativo, na ausência de recurso ou de efeito suspensivo conferido a um recurso interposto, a operação de alienação se aperfeiçoa. À luz da §363(m) do *Bankruptcy Code*, a venda não pode ser desfeita em sede de recurso se não houver efeito suspensivo.<sup>263</sup> Essa regra tem o objetivo de oferecer ao adquirente segurança jurídica e previsibilidade. Na verdade, a jurisprudência norte-americana construiu a doutrina do *equitable mootness* – anteriormente abordada – para impedir que determinados atos praticados no processo de reorganização judicial sejam desconstituídos e as partes retornem ao seu *status quo ante*.<sup>264</sup>

---

<sup>259</sup> Segundo Matthew P. Goren: “In general, (...) a debtor must show: (1) a sound business reason exists for the sale; (2) there has been adequate and reasonable notice to interested parties; (3) the sale price is fair and reasonable; and (4) the proposed buyer is proceeding in good faith” (GOREN, Matthew P. Chip away at the stone: the validity of pre-bankruptcy clauses contracting around section 363 of the bankruptcy code. *New York Law School Law Review*, [S. 1.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007). Em tradução livre: “Em geral, (...) um devedor deve mostrar que: (1) existe uma razão comercial sólida para a venda; (2) houve aviso prévio adequado e razoável às partes interessadas; (3) o preço de venda é justo e razoável; e (4) o potencial comprador está agindo de boa fé”.

<sup>260</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Lionel Corp.*, 722 F.2d 1063, 11 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 553, 9 Collier Bankr. Cas. 2d (MB) 941, Bankr. L. Rep. (CCH) P 69510 (2d Cir. 1983).

<sup>261</sup> E mais, é possível que a decisão sobre a venda do ativo estipule sanções para aquele que ajuizar ação contra o adquirente em violação aos termos da decisão. Nesse sentido, veja-se: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Lehman Brothers Holdings Inc.*, No. 08-13555, 2013 WL 6283572 (Bankr. S.D.N.Y. Dec. 3, 2013).

<sup>262</sup> BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 335.

<sup>263</sup> Veja-se a §363(m) do *Bankruptcy Code*: “The reversal or modification on appeal of an authorization under subsection (b) or (c) of this section of a sale or lease of property does not affect the validity of a sale or lease under such authorization to an entity that purchased or leased such property in good faith, whether or not such entity knew of the pendency of the appeal, unless such authorization and such sale or lease were stayed pending appeal”. Em tradução livre: “A reversão ou modificação em sede de recurso de uma autorização nos termos das subseções (b) ou (c) desta seção de uma venda ou arrendamento de propriedade não afeta a validade de uma venda ou arrendamento sob tal autorização a uma entidade que comprou ou arrendou tal propriedade de boa fé, se essa entidade conhecia ou não a pendência do recurso, a menos que tal autorização e tal venda ou arrendamento fossem suspensas na pendência do recurso”.

<sup>264</sup> RAYKIN, Alla. Section 363 sales: mooting due process? *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [S. 1.], v. 29, p. 91-141, 2012.



Feitas essas considerações gerais sobre o funcionamento da alienação de ativos no processo de reorganização do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code*, é importante voltar-se para o exame da questão principal deste trabalho: o contrato de *stalking horse*, seus contornos e suas vantagens tanto para o potencial adquirente como para o alienante.

### 2.1.2. O conceito de *stalking horse*

Como se disse anteriormente, a alienação de ativos no processo de reorganização do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* pode contar com a participação de um terceiro interessado na aquisição do ativo posto à venda. Conhecido como *stalking horse*, ou *stalking horse bidder*, trata-se do primeiro interessado pelo ativo a oferecer um lance para sua compra. Esse lance é realizado depois de uma investigação inicial a respeito da qualidade do ativo – no inglês, *due diligence* – e serve para criar um preço mínimo e vinculante para o ativo, o que garante a venda do ativo, impede sua alienação por preço vil e pode incentivar o processo competitivo de licitação.<sup>265</sup>

A expressão *stalking horse* tem origem na tática utilizada na caça (em especial de aves selvagens),<sup>266</sup> por meio da qual o caçador se esconde atrás de um cavalo (ou da imagem de um cavalo) para conseguir se aproximar da presa sem espantá-la.<sup>267</sup>

O *stalking horse* pode ter um papel de grande relevância para o procedimento de alienação de ativos no curso da reorganização da empresa. Ao perceber a necessidade de se

---

<sup>265</sup> Na definição de David B. Stratton e Deborah Kovsky-Apap: “A ‘stalking horse’ is the first bidder for the debtor's assets, who performs the initial due diligence, sets the minimum purchase price and jump-starts the bidding process, often attracting higher and better offers. In exchange for the work and risks undertaken by the stalking horse, it is typically given certain protections [...]” (STRATTON, David B.; KOVSKY-APAP, Deborah. Buyer beware: third circuit denies \$15 million break-up fee for failure to meet O’Brien standard. *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 6, p. 143-146, 2010). Em tradução livre: “Um ‘stalking horse’ é o primeiro licitante dos ativos do devedor, que executa a diligência inicial, define o preço mínimo de compra e dá início ao processo de licitação, frequentemente atraindo ofertas maiores e melhores. Em troca do trabalho e dos riscos assumidos pelo *stalking horse*, normalmente são concedidas certas proteções [...]”.

<sup>266</sup> MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. *American Bankruptcy Law Journal*, [S. l.], v. 66, p. 349-386, 1992.

<sup>267</sup> Segundo Zachary R. Frimet: “The term ‘stalking horse’ refers to a tactic used in hunting whereby a hunter conceals himself behind an image of a horse in order to get closer to his target. Analogously, the debtor in a § 363 sale uses the stalking horse bidder to stimulate the bidding process and draw other bidders into the sale” (FRIMET, Zachary R. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in § 363 sales. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [S. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015). Em tradução livre: “O termo ‘stalking horse’ refere-se a uma tática usada na caça em que um caçador se esconde atrás de uma imagem de um cavalo para se aproximar de seu alvo. Analogamente, o devedor em uma venda da §363 usa o *stalking horse bidder* para estimular o processo de licitação e atrair outros interessados na compra”. Veja-se também: WALSH, Michael G. Forgotten English. *Practical Lawyer*, [S. l.], v. 57, n. 6, p. 5-8, 2011.

desfazer de uma parcela do patrimônio para garantir a efetiva recuperação da empresa, o devedor pode (na verdade, deve) fazer uma pesquisa de mercado para verificar se existem interessados na aquisição dos ativos – e isso pode ocorrer antes mesmo do início do processo de reorganização.<sup>268</sup>

Caso alguém se mostre interessado, o vendedor e o potencial comprador podem celebrar o contrato de *stalking horse*,<sup>269</sup> com o intuito de definir a estrutura do negócio (quais ativos serão objeto da venda), as cláusulas que devem disciplinar a operação (e que serão examinadas detalhadamente em seguida, ao se tratar das vantagens para o potencial adquirente e para o alienante) e a oferta vinculante do *stalking horse bidder* (o preço mínimo para a concretização da venda).<sup>270</sup>

Por outro lado, podem existir interessados na compra dos ativos que não estejam dispostos a apresentar um lance vinculante e que será tornado público; talvez seja mais vantajoso aguardar a precificação dos ativos pelo *stalking horse* antes de decidir participar do leilão público, limitando as despesas com a realização de *due diligence*. Nesse caso, o *stalking horse* pode servir como incentivo para a participação de diversos interessados no certame e possivelmente elevar a oferta inicialmente realizada.

Disso é possível extrair que o acordo firmado pelo *stalking horse bidder* com o devedor em reorganização sujeita-se a uma condição suspensiva: a apresentação de uma oferta melhor por um terceiro interessado. Nesse caso, o contrato de compra e venda celebrado com o *stalking horse bidder* não se aperfeiçoa. Por outro lado, se não houver ofertas melhores, a transferência do ativo se concretiza e o *stalking horse bidder* adquire o bem (ou os bens) objeto da avença.

---

<sup>268</sup> De acordo com Alla Raykin, o *stalking horse bidder* é o interessado escolhido pelo devedor para realizar o primeiro lance (RAYKIN, Alla. Section 363 sales: mooting due process? *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [S. 1.], v. 29, p. 91-141, 2012). Nada obstante, é possível que o terceiro interessado, espontaneamente, procure o devedor em reorganização com o objetivo de celebrar um contrato de *stalking horse*, o que lhe dará algumas vantagens no procedimento de venda do ativo.

<sup>269</sup> Se a pesquisa de mercado resultar em diversos interessados, o vendedor pode promover um mini-leilão para verificar a maior e melhor oferta antes de escolher o *stalking horse bidder* e seguir em frente com o procedimento de alienação dos ativos (BALL, Corinne; KANE, John K. *How to handle corporate distress sale transactions*. Disponível em: <[http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080429115118\\_large.rtf](http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080429115118_large.rtf)>. Acesso em 06 jan. 2019).

<sup>270</sup> BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 327-328.

### 2.1.3. Os contornos do contrato de *stalking horse*

O contrato de *stalking horse* apresenta algumas vantagens e proteções – *bidding incentives*, no inglês – para o interessado em adquirir os ativos do devedor em reorganização, ao mesmo tempo em que possui vantagens para o alienante.

A primeira vantagem conferida ao *stalking horse bidder* é poder negociar com o devedor em reorganização os termos do contrato de compra e venda, os bens que serão abrangidos e as obrigações que serão assumidas. Nesse sentido, o *stalking horse bidder* tem a oportunidade de ajustar a forma de pagamento, por exemplo, com o pagamento em dinheiro de maneira diferida no tempo, ou por meio da transferência de ações – o que pode não ser a melhor opção, visto que na venda pública um terceiro pode oferecer um lance no mesmo valor para pagamento em dinheiro e se sagrar vencedor. Ao decidir sobre a venda, o juízo da reorganização deve identificar a melhor oferta para a coletividade de *stakeholders*, de modo que é provável que o pagamento em dinheiro seja considerado o mais vantajoso. E caso o devedor pretenda alienar diversos ativos, o *stalking horse bidder* pode, em suas negociações, escolher adquirir uma unidade produtiva isolada, um conjunto de ativos (que pode ou não estar organizado para a consecução da atividade empresarial) ou um bem determinado.<sup>271</sup>

Da mesma forma, o potencial adquirente pode escolher se pretende assumir os contratos relacionados aos ativos, a exemplo do contrato de locação do imóvel objeto da venda ou do universo de contratos firmados com o estabelecimento empresarial.<sup>272</sup> Ainda que a cessão do contrato não seja legal ou contratualmente permitida, a §363(f) do *Bankruptcy Code* reconhece a possibilidade de assunção, pelo adquirente, da posição contratual do vendedor, desde que o adquirente (i) satisfaça eventual inadimplemento do vendedor, e (ii) demonstre que tem condições de cumprir os termos do contrato.<sup>273</sup>

---

<sup>271</sup> HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. 1.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006.

<sup>272</sup> Segundo David K. Bowsher *et al.*: “The stalking horse agreement will contain an initial description of acquired assets and contracts, but the agreement should permit the stalking horse to exclude additional assets and contracts in its sole discretion at least until the auction and ideally up to closing. Note that the other party to each contract must receive notice of the sale” (BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 333). Em tradução livre: “O contrato de *stalking horse* conterá uma descrição inicial dos ativos e contratos adquiridos, mas o contrato deve permitir que o *stalking horse* exclua ativos e contratos a seu exclusivo critério, pelo menos até o leilão e idealmente até o fechamento. Note-se que a outra parte em cada contrato deve receber aviso da venda”.

<sup>273</sup> Veja-se: (i) *Ibid.*, p. 323; (ii) REILLY JR., Frank B.; CRAPO, David N. Distressed M&A: bankruptcy code section 363 sales. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. 1.], v. 5, p. 275-280, 2009; e (iii) HABER; ELLIS-MONRO; FASS, op. cit., p. 373-388.

Os demais interessados na aquisição dos ativos (que se apresentarem apenas posteriormente ou no momento da venda pública) não têm a chance de negociar com o devedor quaisquer dessas condições.<sup>274</sup> Como a oferta do *stalking horse* servirá como o valor mínimo para aquisição dos ativos, se não houver lance mais alto na licitação (ou melhor, caso se ofereça pagamento em dinheiro,<sup>275</sup> em vez de outras formas de pagamento, ou em condições mais favoráveis), o *stalking horse bidder* adquirirá os ativos pelo preço ofertado – o que é uma vantagem para o alienante, a certeza de que os ativos serão vendidos.<sup>276</sup> Na hipótese em que o *stalking horse bidder* faz uma proposta pela aquisição de diversos ativos individualmente considerados, ou conjuntos de ativos ou até unidades produtivas, é importante que o ajuste estipule os valores oferecidos por cada um deles, o que permitiria terceiros interessados a

---

<sup>274</sup> De acordo com William D. Warren e Daniel J. Bussel: “Presumably, buyer and debtor have configured buyer’s bid, the assets being sold and the consideration being paid in a manner that is especially advantageous to this particular buyer. Forcing others to compete on those terms (rather than their own preferred terms) places those others at an immediate disadvantage” (WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 667). Em tradução livre: “Presumivelmente, o comprador e o devedor configuraram o lance do comprador, os ativos que estão sendo vendidos e o valor pago de maneira especialmente vantajosa para esse comprador específico. Forçar outros a competir nesses termos (em vez de seus próprios termos) coloca os outros interessados em uma desvantagem imediata”.

<sup>275</sup> Mais uma vez, conforme lição de David K. Bowsher *et al*: “The seller in a bankruptcy deal is likely to value cash at closing above any sort of delayed (e.g., an earn-out) or noncash (e.g., equity in the purchaser) consideration. That being said, if the delay is relatively short and if the purchaser can provide some assurance of the liquidity of the noncash consideration, then the purchaser may want to think about both of these forms of consideration.

If the asset purchase agreement provides for delayed consideration or for a postclosing purchase price adjustment, then the purchaser should consider putting the delayed consideration or the likely amount of the adjustment in escrow with a third party (or retaining it). Permitting the seller to hold the money can make it much more difficult for the purchaser to get the money back and may require that the purchaser seek the approval of the bankruptcy court” (BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 333). Em tradução livre: “O vendedor em um acordo no curso de um processo de *bankruptcy* provavelmente valorizará dinheiro no fechamento acima de qualquer tipo de pagamento diferido (por exemplo, um *earn-out*) ou pagamento não-monetário (por exemplo, participação societária no comprador). Dito isso, se o diferimento for relativamente curto e se o comprador puder fornecer alguma garantia da liquidez do pagamento não-monetário, o comprador pode pensar nessas duas formas de pagamento.

Se o contrato de compra de ativos prevê um pagamento diferido ou um ajuste de preço de compra pós-fechamento, o comprador deve considerar colocar o pagamento diferido ou a quantia provável do ajuste em depósito com um terceiro (ou mantê-la). Permitir que o vendedor receba o dinheiro pode tornar muito mais difícil para o comprador recuperar o dinheiro e pode significar que o comprador deverá obter autorização judicial para reaver o dinheiro”.

<sup>276</sup> Nas palavras de Clare Pierce, Cathy Vance e John Wheeler: “The seller is almost always better off if a stalking horse bidder can be found because a good amount of uncertainty is eliminated. The sale terms negotiated between the seller and the stalking horse bidder will form the basis of the notice that will go out to all affected parties, which means that the notice itself will be more specific. In addition, the seller knows its worst case scenario; if no one makes a higher or better offer, the seller has a buyer and can move forward with the sale” (PIERCE, Clare; VANCE, Cathy; WHEELER, John. Asset sales in bankruptcy: the financial advisor’s perspective. *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 4, p. 351-356, 2008). Em tradução livre: “O vendedor está quase sempre em uma posição melhor se um *stalking horse bidder* puder ser encontrado, porque uma boa quantidade de incerteza é eliminada. Os termos da venda negociados entre o vendedor e o *stalking horse bidder* formarão a base do aviso que será enviado a todas as partes afetadas, o que significa que o aviso em si será mais específico. Além disso, o vendedor conhece seu pior cenário; se ninguém fizer uma oferta maior ou melhor, o vendedor tem um comprador e pode avançar com a venda”.

apresentarem lances para ativos de forma dissociada da universalidade englobada pela proposta do *stalking horse bidder* (exceto no caso de o acordo não admitir a venda separada).

A segunda vantagem do *stalking horse* é ter tempo para realizar *due diligence*, buscar financiamento e pleitear as autorizações regulatórias necessárias.<sup>277-278</sup> Em um processo de reorganização em que o devedor precisa urgentemente de dinheiro novo, é necessário um procedimento célere de alienação dos ativos, o que posiciona o *stalking horse bidder* à frente de seus competidores, enquanto estes perdem tempo para precificar adequadamente os bens postos à venda. Além disso, a *due diligence* permite reduzir a assimetria informacional existente entre o vendedor e o comprador dos ativos e evita a apresentação de uma oferta distante da realidade do mercado; caso contrário, o preço oferecido pelo potencial comprador contabilizaria todos os riscos e responsabilidades possíveis, em linha com o modelo dos limões proposto por George A. Akerlof e abordado anteriormente.<sup>279-280</sup>

A terceira vantagem (e proteção) para o *stalking horse bidder* consiste na possibilidade de negociar o procedimento adotado na licitação dos ativos – no inglês, *bidding procedures* –, de modo a escolher a modalidade de alienação (e.g., leilão público ou propostas fechadas)<sup>281</sup> e organizar o procedimento de licitação. Assim, é possível que o contrato de *stalking horse* exija a demonstração da idoneidade dos interessados em participar da venda pública, com a apresentação de relatórios financeiros ou até o depósito do valor correspondente a um percentual da oferta do *stalking horse bidder*.<sup>282</sup>

---

<sup>277</sup> WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 666.

<sup>278</sup> Depois de realizar a *due diligence* o *stalking horse bidder* pode requerer a aprovação preliminar dos órgãos reguladores (FISHER, J. Mark. *Bankruptcy sales to facilitate open-bank recapitalizations*. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 7, p. 64-73, 2011).

<sup>279</sup> No exemplo de George A. Akerlof, no mercado de venda de carros usados, como os compradores não conseguem identificar quais carros usados são de boa qualidade e quais não são, os preços oferecidos para a compra de automóveis usados são nivelados por baixo, como se todos os carros usados fossem ruins (AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, [S. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970).

<sup>280</sup> Para Bruce A. Markell, ao reduzir a incerteza em torno do ativo que está sendo vendido (oferecendo ao potencial adquirente informações relevantes sobre a qualidade do ativo) e do procedimento de licitação, os interessados na aquisição do ativo são estimulados a oferecer lances mais elevados (MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. *American Bankruptcy Law Journal*, [S. l.], v. 66, p. 349-386, 1992).

<sup>281</sup> Se o contrato não dispuser acerca da modalidade de alienação, o juízo da reorganização deverá ouvir as partes interessadas e, se não houver consenso, decidirá a forma como o certame será realizado, se em leilão pública, em propostas fechadas ou em pregão (DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2014, p. 872).

<sup>282</sup> BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [S. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013.

De modo semelhante, pode-se prever que o lance apresentado na venda pública cumpra certas condições, como: (i) ser superior a um montante determinado e que englobe o preço mínimo da oferta do *stalking horse*, os *break-up fees*, *topping fees* e *expense reimbursement* (discutidos na sequência); (ii) estar acompanhado do depósito em dinheiro de um percentual do lance; (iii) observar a forma de pagamento estipulada no contrato de *stalking horse* (e.g., em dinheiro); (iv) ser apresentada dentro do prazo fixado; e (v) não estar sujeito a condições precedentes para que a operação seja concretizada.<sup>283</sup>

O contrato de *stalking horse* pode prever expressamente o prazo para o oferecimento dos lances e a impossibilidade de os interessados apresentarem lances depois da data limite fixada. Apesar disso, há entendimento na jurisprudência norte-americana que não autoriza a transferência dos ativos se houver uma oferta melhor posterior ao leilão público (ainda que intempestiva), ao argumento de que o lance vencedor (e apresentado dentro do prazo) não estaria de acordo com o melhor interesse do devedor em reorganização e dos demais *stakeholders*.<sup>284</sup>

Além disso, pode-se ajustar a possibilidade de o potencial adquirente oferecer um lance com o crédito (ao menos parcialmente) que possuir em face do devedor em reorganização. Credores com garantia real podem oferecer um lance com base no crédito que possuem,<sup>285-286</sup> o financiador DIP pode apresentar uma oferta que considere o montante emprestado (ou exigir o pagamento do empréstimo caso outra oferta seja vencedora na venda pública),<sup>287</sup> e o *stalking*

---

<sup>283</sup> BOWSER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 330-331.

<sup>284</sup> Em um caso, o juízo da reorganização não autorizou a venda em razão de um lance posterior e intempestivo que se mostrava melhor aos interesses do devedor: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Sunland, Inc.*, 507 B.R. 753, 59 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 95 (Bankr. D. N.M. 2014). Em outra oportunidade, entendeu-se que o *trustee* deveria considerar a reabertura da licitação na hipótese em que foi oferecido um lance posterior e intempestivo, conforme: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Western Biomass Energy, LLC*, No. 12-21085, 2013 WL 4017147 (Bankr. D. Wyo. 2013).

<sup>285</sup> É o que diz a §363(k) do *Bankruptcy Code*: “(k) At a sale under subsection (b) of this section of property that is subject to a lien that secures an allowed claim, unless the court for cause orders otherwise the holder of such claim may bid at such sale, and, if the holder of such claim purchases such property, such holder may offset such claim against the purchase price of such property”. Em tradução livre: “(k) Em uma venda sob a subseção (b) desta seção do ativo que está sujeito a um penhor que garante um crédito, a menos que o juízo decida de outra forma de maneira justificada, o titular de tal crédito pode apresentar um lance em tal venda, e, se titular do crédito comprar o ativo, tal titular pode compensar seu crédito com o preço de compra do ativo”.

<sup>286</sup> Na jurisprudência norte-americana, entende-se que o devedor em reorganização não poderia alienar os ativos sem sucessão pelo adquirente nas obrigações do alienante (*free and clear*) se os credores com garantia real não tiverem a oportunidade de oferecer lances com seus créditos, conforme ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank*, 132 S. Ct. 2065, 182 L. Ed. 2d 967, 56 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 144, 67 Collier Bankr. Cas. 2d (MB) 483, Bankr. L. Rep. (CCH) P 82218 (2012).

<sup>287</sup> KEACH, Robert J. Stalking-horse lenders and good faith: the availability of appellate protection under 363(m) and 364(e) for asset purchasers extending DIP financing. Disponível em: <<https://www.abi.org/abi->

*horse bidder* também pode participar da licitação com um lance superior ao preço vinculante inicialmente oferecido, utilizando-se do crédito relativo aos *break-up fees*, aos *topping fees* e ao *expense reimbursement* a que teria direito.<sup>288</sup>

O contrato de *stalking horse* pode não admitir a apresentação de lances que não abarquem todos os ativos (ou proibir que diversos interessados se reúnam para adquirir todos os ativos). É comum, também, que se preveja a vigência dos lances oferecidos até o aperfeiçoamento da venda (com a decisão do juízo da reorganização sobre a venda, como se viu anteriormente), para que, caso o arrematante por alguma razão não concretize a transferência dos ativos, o segundo melhor lance seja considerado o ganhador.<sup>289</sup>

Ao definir o procedimento de licitação, o potencial adquirente e o vendedor podem fixar um *overbid amount*, um valor ou percentual mínimo (superior ao lance do *stalking horse bidder*) que o terceiro interessado em arrematar os ativos deve oferecer, bem como *bidding increments*, um valor ou percentual mínimo entre os lances apresentados na licitação.<sup>290</sup> Vale dizer que o *overbid amount* deve ser fixado (pelo menos) no montante dos *break-up fees*, dos *topping fees* e do *expense reimbursement*, a fim de evitar que os recursos líquidos obtidos com o lance vencedor sejam menores do que a oferta do *stalking horse bidder*.<sup>291</sup> Ao estabelecer o *overbid amount* ou os *bidding increments*, tanto o vendedor como o potencial comprador devem ter o cuidado de não fixar valores ou percentuais elevados demais, a ponto de desestimular a participação de outros interessados, hipótese na qual o juízo da reorganização poderia reconhecer a invalidade da previsão.<sup>292</sup>

---

journal/stalking-horse-lenders-and-good-faith-the-availability-of-appellate-protection-under>. Acesso em 10 jan. 2019.

<sup>288</sup> BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 331-332.

<sup>289</sup> *Ibid.*, p. 331.

<sup>290</sup> FISHER, J. Mark. Bankruptcy sales to facilitate open-bank recapitalizations. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 7, p. 64-73, 2011.

<sup>291</sup> De acordo com Joseph Bolnick e Ken Miller: "Note that the debtor should require that any overbid be greater than the stalking horse's bid plus the break-up fee. Since the break-up fee is due whenever the stalking horse is not the winning bidder, the acceptance of an overbid below this threshold would result in less net proceeds to the bankrupt estate than would a sale to the stalking horse bidder" (BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [S. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013). Em tradução livre: "Note que o devedor deve exigir que qualquer *overbid* seja maior do que o lance do *stalking horse* mais os *break-up fees*. Considerando que os *break-up fees* são devidos sempre que o *stalking horse* não é o licitante vencedor, a aceitação de um *overbid amount* abaixo desse limite resultaria em menos recursos líquidos para a massa falida do que uma venda ao *stalking horse bidder*". Confira-se também: MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. *American Bankruptcy Law Journal*, [S. l.], v. 66, p. 349-386, 1992.

<sup>292</sup> Essa conclusão pode ser extraída de: (i) BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [S. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013; e (ii) PIERCE,

A quarta vantagem consiste no direito do *stalking horse* de apresentar uma oferta igual ao lance de um terceiro interessado – *right to match* –,<sup>293</sup> ou de apresentar uma oferta superior – *right to top* –, também conhecido como o direito de cobrir a melhor oferta.<sup>294</sup>

A quinta vantagem decorrente do contrato de *stalking horse* é a possibilidade de estabelecer *break-up fees*: nada mais do que uma multa compensatória a ser paga pelo devedor em reorganização se (i) o *stalking horse bidder* não for o vencedor na venda pública, (ii) o vendedor descumprir o contrato de *stalking horse* antes do aperfeiçoamento da operação (conhecido como fechamento, ou *closing*, no inglês), ou (iii) a venda não se concretizar até uma data previamente determinada. O objetivo dos *break-up fees* é compensar o *stalking horse bidder* por todo o esforço realizado na avaliação dos ativos e na apresentação de uma oferta mínima, e que pode servir para despertar o interesse de outras pessoas no bem.<sup>295</sup> Normalmente,

---

Clare; VANCE, Cathy; WHEELER, John. Asset sales in bankruptcy: the financial advisor's perspective. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 4, p. 351-356, 2008.

<sup>293</sup> Nesse sentido, reconhecendo a possibilidade de previsão de *right to match* no contrato de *stalking horse*: (i) BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 332; (ii) KLING, Jacob A. Rethinking 363 sales. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, [S. l.], v. 17, p. 258-309, 2012; e (iii) HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006.

<sup>294</sup> HAMMER, Aaron L. Asset sales under Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Code. Disponível em: <<https://www.sfgh.com/siteFiles/News/Asset%20Sales%20Under%20Chapter%2011%20Of%20The%20U.S.%20Bankruptcy%20Code.pdf>>. Acesso em 11 jan. 2019.

<sup>295</sup> Na lição de Douglas G. Baird: “Breakup fees are a frequently litigated question in the context of going-concern sales. No buyer wants to become a ‘stalking horse’, doing the due diligence and satisfying itself that the business is worth keeping intact as a going concern only to watch someone else enjoy the fruits of its research, make a slightly higher bid, and walk away with the company. Outside of bankruptcy, the first bidder commonly insists on being paid a fixed amount if the corporation is ultimately sold to someone else. This breakup fee can have a chilling effect on the bidding, but it can also entice someone to make a solid bid that generates additional bids.

Many bankruptcy courts have not been as deferential to breakup fees as courts outside of bankruptcy. Nevertheless, courts have been willing to approve them when their purpose and effect was to increase the sale price” (BAIRD, Douglas G. *Elements of bankruptcy*. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006, p. 249-250). Em tradução livre: “Os *break-up fees* são frequentemente contestados no contexto de vendas do estabelecimento empresarial. Nenhum comprador quer se tornar o *stalking horse*, fazendo a *due diligence* e satisfazendo-se de que o estabelecimento empresarial deve ser mantido intacto apenas para observar alguém aproveitar os frutos de sua pesquisa, fazer uma oferta um pouco maior e ir embora com o ativo. Fora dos processos de *bankruptcy*, o primeiro licitante geralmente insiste em receber um valor fixo se o estabelecimento empresarial for vendido para outra pessoa. Esse *break-up fee* pode ter um efeito inibidor no processo competitivo, mas também pode estimular alguém a fazer um lance sólido que gere lances adicionais.

Muitos juízos falimentares não têm mostrado a mesma deferência aos *break-up fees* que os demais juízos que não tratam de processos de *bankruptcy*. No entanto, os juízos têm admitido os *break-up fees* quando o seu propósito e efeito foi aumentar o preço de venda”. Seguindo o mesmo raciocínio, veja-se: WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 667.



essa espécie de multa pela rescisão do acordo gira em torno de 3% (três por cento) do preço de compra, conforme entendimento da jurisprudência e da doutrina norte-americana.<sup>296-297-298</sup>

Como alternativa aos *break-up fees*, o ajuste pode estabelecer *topping fees*, que conferem ao *stalking horse bidder* o direito a receber uma fatia da diferença entre o lance vencedor e o preço mínimo fixado inicialmente.<sup>299</sup>

A sexta vantagem do *stalking horse* é a possibilidade de reaver as despesas realizadas na negociação do acordo, caso a oferta apresentada pelo *stalking horse bidder* não seja vencedora. O contrato pode prever a restituição dos gastos – no inglês, *expense reimbursement* – realizados com a *due diligence* e a contratação de advogados e consultores financeiros. O *expense reimbursement* pode substituir os *break-up fees* ou acompanhar *break-up fees* em valor reduzido, a fim de evitar um custo demasiado ao vendedor e o desestímulo ao

---

<sup>296</sup> Nesse sentido, a título exemplificativo, no caso *Anchor Container Corp.*, os *break-up fees* foram estabelecidos em 2,43% (dois vírgula quarenta e três por cento) do valor da compra: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Anchor Container Corp. et al.*, No. 96-1434 (PJW) (Bankr. D. Del. Dec. 20, 1996). No caso *Montgomery Ward Holding Corp.*, em 2,7% (dois vírgula sete por cento): ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Montgomery Ward Holding Corp. et al.*, No. 97-1409 (PJW) (Bankr. D. Del., June 15, 1998). No caso *Medlab Inc.*, em 3,12% (três vírgula doze por cento): ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Medlab, Inc.*, No. 97-1893 (PJW) (Bankr. D. Del. Apr. 28, 1998). No caso *Global Home Products*, em 3,3% (três vírgula três por cento): ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Global Home Products*, No. 06-10340 (KG) (Bankr. D. Del. July 14, 2006). No caso *Edison Bros. Stores Inc.*, em 3,5% (três vírgula cinco por cento): ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Edison Bros. Stores. Inc. et al.*, No. 95-1354 (PJW) (Bankr. D. Del., Dec. 29, 1995). No caso *Ameriserve*, em 3,64% (três vírgula sessenta e quatro por cento): ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Ameriserve*, No. 00-0358 (PJW) (Bankr. D. Del., Sept. 27, 2000). E no caso *FoxMeyer Corp.*, em 7,47% (sete vírgula quarenta e sete por cento): ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re FoxMeyer Corp. et al.*, No. 96-1329 (HSB) (Bankr. D. Del., Oct. 9, 1996).

<sup>297</sup> Para William D. Warren e Daniel J. Bussel o percentual dos *break-up fees* varia entre 2,5% (dois vírgula cinco por cento) e 3% (três por cento) (WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 666-667), enquanto para Nancy C. Dreher *et al.*, tal percentual pode variar de 1% (um por cento) a 5% (cinco por cento) do valor oferecido para a compra dos ativos (DREHER, Nancy C. *et al. Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2014, p. 871).

<sup>298</sup> Para Bruce A. Markell, o valor dos *break-up fees* deve equivaler aos custos diretos para a apresentação da oferta vinculante inicial, o que os aproxima do *expense reimbursement*, embora a conclusão final do autor seja contrária ao uso dos *break-up fees* no contexto de *bankruptcy* (MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. *American Bankruptcy Law Journal*, [S. 1.], v. 66, p. 349-386, 1992).

<sup>299</sup> Nesse sentido: (i) BOWSHER, David K. *et al.* Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 329; (ii) GOREN, Matthew P. Chip away at the stone: the validity of pre-bankruptcy clauses contracting around section 363 of the bankruptcy code. *New York Law School Law Review*, [S. 1.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007; (iii) MARTINO, Philip V.; MCMANUS, Colleen E. Pay attention to bankruptcy sales procedures – or else. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. 1.], v. 2, p. 253-259, 2006-2007; e (iv) LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed Bankruptcy Code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. *Columbia Law Review*, [S. 1.], v. 93, p. 720-743, 1993.

processo competitivo de licitação – caso contrário, o juízo da reorganização poderia excluir tal previsão.<sup>300</sup>

Ao avaliar a conveniência dos *break-up fees*, dos *topping fees* e do *expense reimbursement*, o juízo da reorganização deve verificar se (i) a previsão de tal compensação é necessária para atrair interessados e para firmar um contrato de *stalking horse* com um deles, (ii) o montante da compensação é razoável à luz do valor de compra dos ativos – como se viu, em torno de 3% (três por cento) –, e (iii) a existência do contrato de *stalking horse* foi relevante para atrair outros interessados para o processo competitivo de licitação e para maximizar o valor dos ativos.<sup>301-302-303</sup>

A sétima vantagem (e proteção) do *stalking horse* é a possibilidade de negociar um acordo de exclusividade com o devedor em reorganização – no inglês, *exclusivity arrangement* –, por meio do qual o vendedor fica proibido de procurar outros possíveis interessados no mercado por um determinado período de tempo, ou até o início do procedimento de alienação pública dos ativos. Por se tratar de uma medida que tem por intuito desestimular o processo

---

<sup>300</sup> BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 329.

<sup>301</sup> De acordo com David K. Bowsher *et al*, a respeito dos *break-up fees*, mas aplicável também aos *topping fees* e ao *expense reimbursement*: “The stalking horse has no control over the third factor, but it can control the first two by explicitly conditioning the effectiveness of the asset purchase agreement on bankruptcy court approval of the breakup fee and by not seeking an unreasonably large breakup fee in the first place” (Ibid., p. 329). Em tradução livre: “O *stalking horse* não tem controle sobre o terceiro fator, mas pode controlar os dois primeiros condicionando explicitamente a eficácia do contrato de compra de ativos à aprovação dos *break-up fees* pelo juízo do processo de *bankruptcy* e não fixando *break-up fees* excessivamente elevados em primeiro lugar.”.

<sup>302</sup> De modo semelhante, conforme lição de William D. Warren e Daniel J. Bussel: “Most cases apply a free-form balance-all-the-factors approach to determine whether the proposed bidding arrangements are in the best interests of the bankruptcy estate. Key considerations include the amount of the fees that will be paid if the transaction is not consummated, whether the procedures are well adapted to maximizing the price for the business being sold, whether the procedures seem more likely to catalyze or chill competing bids, and whether there is any hint of self dealing or collusion with the bidder by debtor management” (WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 668). Em tradução livre: “A maioria dos casos aplica uma abordagem de balanceamento de todos os fatores, de forma livre, para determinar se o procedimento de licitação proposto é do interesse da massa falida. As principais considerações incluem o valor das multas que serão pagas se a transação não for consumada, se os procedimentos estão bem adaptados para maximizar o preço do negócio que está sendo vendido, se o procedimento de licitação parece mais propenso a catalisar ou frear lances concorrentes, e se existe algum indício de auto-negociação ou conluio com o licitante por parte da administração do devedor”.

<sup>303</sup> Na jurisprudência norte-americana, há entendimento de que as proteções dos *break-up fees* e do *expense reimbursement* não devem ser admitidas se não forem necessárias para preservar o valor dos bens do devedor, conforme: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re O'Brien Env't Energy, Inc.*, 181 F.3d 527, 535 (3d Cir. 1999).

competitivo de licitação, é possível (senão provável) que o juízo da reorganização não admita tal previsão se a previsão não se mostrar razoável.<sup>304-305</sup>

Evidentemente, o procedimento de venda estruturado no contrato de *stalking horse* deve ser autorizado pelo juízo da reorganização,<sup>306</sup> que pode excluir certas disposições caso entenda que não estimularão o processo competitivo de licitação ou a maximização do valor dos ativos – o que pode ocorrer caso os *break-up fees* sejam fixados em valor muito elevado, acima da média admitida pela jurisprudência,<sup>307-308</sup> ou caso os *bidding increments* ou o *exclusivity arrangement* acabem por afastar interessados em participar da venda pública.

Apesar de tantas vantagens e proteções, há algumas desvantagens para o interessado em se tornar o *stalking horse bidder*. Uma desvantagem do *stalking horse* é o risco de apresentar uma oferta inicial elevada demais e que não represente adequadamente o valor dos ativos que se pretende arrematar – principalmente se houver uma desvalorização dos bens posterior à celebração do contrato de *stalking horse*. Uma vez aprovado pelo juízo da reorganização, o acordo entre o potencial adquirente e o vendedor se torna vinculante para as partes e de difícil renegociação.

Outra desvantagem é a possibilidade de derrota do *stalking horse bidder* no certame, com um terceiro interessado apresentando um lance melhor. Nesse caso, todas as vantagens e proteções acima mencionadas garantem que o *stalking horse bidder* não perca os valores despendidos na operação, mas é fato que o seu maior interesse reside na aquisição dos bens.

De modo geral, nota-se que o contrato de *stalking horse* exerce uma função bastante relevante em reduzir a assimetria de informação entre o vendedor e o comprador, na medida em que permite a investigação da qualidade dos ativos por meio de *due diligence* – dessa

---

<sup>304</sup> WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 669.

<sup>305</sup> BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 330.

<sup>306</sup> STRATTON, David B.; KOVSKY-APAP, Deborah. Buyer beware: third circuit denies \$15 million break-up fee for failure to meet O'Brien standard. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 6, p. 143-146, 2010.

<sup>307</sup> Na lição de Nancy C. Dreher et al: “The court will determine the reasonableness of the amount of the break-up fee, which must be approved prior to the sale, in an attempt to balance the tension between the goal of maximizing the value of the assets by generating more offers and compensating the buyer for the risk it will not succeed in the purchase” (DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2014, p. 871). Em tradução livre: “O juízo determinará a razoabilidade do valor do *break-up fee*, que deve ser aprovado antes da venda, na tentativa de equilibrar a tensão entre a meta de maximizar o valor dos ativos, gerando mais ofertas, e compensando o comprador pelo risco de não ter sucesso na compra”.

<sup>308</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Public Service Co. of New Hampshire*, 160 B.R. 404, 455 (Bankr. D. N.H. 1993).

maneira, o comprador consegue verificar a existência de dívidas e obrigações não informadas pelo vendedor, por exemplo. Não somente isso: os direitos estabelecidos em favor do comprador (a exemplo dos *bidding procedures*, dos *break-up fees* e do *expense reimbursement*) funcionam como instituições neutralizadoras – na expressão anglófona utilizada por George A. Akerlof, *counteracting institutions* –, mitigando (ao menos em parte) o risco ao qual o comprador se expõe ao apresentar uma oferta mínima vinculante para a compra do ativo.<sup>309</sup> Caso a compra do ativo não se aperfeiçoe, o *stalking horse bidder* fará jus à restituição das despesas incorridas para estruturar a operação e à compensação (ainda que em valor módico) pelo tempo e esforço gastos na tentativa de fechar o negócio.

Delineados os contornos do contrato de *stalking horse* na experiência norte-americana, é importante voltar-se para o Direito Brasileiro a fim de verificar a possibilidade de utilização deste ajuste no contexto da venda de ativos na recuperação judicial; de igual modo, busca-se identificar ocasiões nas quais o *stalking horse* tenha se mostrado presente e levado para os tribunais brasileiros a discussão sobre a compatibilidade do *stalking horse* com o ordenamento jurídico pátrio.

## **2.2. A compatibilidade do contrato de *stalking horse* com o ordenamento jurídico brasileiro**

### **2.2.1. A possibilidade de celebração de contratos atípicos**

As relações sociais são permeadas por contratos: desde os atos mais simplórios (comprar uma revista na banca de jornal) até as operações mais complexas (a fusão de sociedades empresárias) são regidos por negócios jurídicos. Por meio da liberdade contratual, os indivíduos possuem a faculdade de celebrar contratos e de definir o seu conteúdo.

São três os princípios estruturantes dos contratos, de acordo com o modelo clássico da teoria contratual: (i) o princípio da autonomia privada, que consiste no poder das partes de escolher com quem contratar e de que maneira contratar, desde que observadas regras de ordem

---

<sup>309</sup> O autor dá o exemplo da garantia que acompanha os bens de consumo duráveis: “Numerous institutions arise to counteract the effects of quality uncertainty. One obvious institution is guarantees. Most consumer durables carry guarantees to ensure the buyer of some normal expected quality. One natural result of our model is that the risk is borne by the seller rather than by the buyer” (AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, [S. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970). Em tradução livre: “Inúmeras instituições surgem para neutralizar os efeitos da incerteza de qualidade. Uma instituição óbvia é a garantia. A maioria dos bens de consumo duráveis possui garantias para assegurar ao comprador alguma qualidade esperada normal. Um resultado natural do nosso modelo é que o risco é suportado pelo vendedor e não pelo comprador”.

pública; (ii) o princípio da obrigatoriedade dos pactos (*pacta sunt servanda*), segundo o qual o contrato é considerado lei entre os contratantes; e (iii) o princípio da relatividade dos pactos, pelo qual o contrato produz efeitos apenas entre os contratantes (e não atinge terceiros em relação ao programa contratual).<sup>310</sup>

Posteriormente, com o advento do modelo contemporâneo da teoria contratual, os princípios da autonomia privada, da obrigatoriedade dos pactos e da relatividade de seus efeitos devem observar novos princípios: a boa-fé objetiva, o equilíbrio econômico da relação contratual e a função social do contrato. Os princípios tradicionais passam a ter novos contornos: (i) a autonomia privada deve se pautar pelo padrão de comportamento imposto aos contratantes pela boa-fé objetiva; (ii) a obrigatoriedade dos contratos se submete ao equilíbrio econômico das prestações, o que permite a revisão do negócio jurídico em caso de onerosidade excessiva, por exemplo; e (iii) a relatividade dos pactos abre espaço para a oponibilidade do contrato em relação a terceiros e para a necessidade de os contratantes respeitarem interesses socialmente relevantes que sejam atingidos pelo programa contratual, como decorrência da função social do contrato.<sup>311</sup>

Como manifestação da liberdade contratual e da autonomia privada, é importante apresentar a classificação dos contratos em típicos ou atípicos.<sup>312</sup> Contratos típicos são aqueles regulamentados especificamente pelo ordenamento jurídico, com regras pormenorizadas que indicam sua estrutura e suas características marcantes, além de serem nominados – embora seja possível que um contrato possua um nome e não seja disciplinado legalmente. Por outro lado,

---

<sup>310</sup> TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de Moraes. *Código civil interpretado conforme a constituição da república*. 2. ed. v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 6.

<sup>311</sup> TEPEDINO, Gustavo. Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 377, p. 237-254, jan./fev. 2005.

<sup>312</sup> DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais*. 27. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 113.

os contratos atípicos não são regulados por lei, decorrem da vida cotidiana<sup>313</sup> e do tráfico jurídico,<sup>314</sup> e podem ser inominados ou nominados.<sup>315</sup>

Além disso, os contratos atípicos não podem violar a lei, a ordem pública, os bons costumes e os princípios gerais de direito, os quais servem como balizas para o reconhecimento da validade dos negócios jurídicos que não são legalmente tipificados.<sup>316</sup> Sua fonte normativa está no art. 425 do CC, segundo o qual é “lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código”.

Por certo, o legislador não é capaz de imaginar todas as potenciais relações jurídicas firmadas entre os indivíduos, e, em razão disso, permite-se a criação de instrumentos contratuais que não se identificam – ao menos em sua essência – com os contratos tipificados. Nada obstante, a celebração reiterada de contratos atípicos para um determinado negócio pode acabar por padronizá-los e difundi-los ainda mais, por vezes com o reconhecimento judicial de sua validade, provocado pelas disputas e conflitos que deles podem surgir. O contrato de *built to suit* é um exemplo de contrato atípico que, de tão difundido, passou a ser previsto no art. 54-A da Lei nº 8.245/1991. Por outro lado, contratos típicos podem cair em desuso e podem ser extirpados do ordenamento jurídico.<sup>317</sup>

Na ausência de disciplina legal, nos contratos atípicos as partes devem ter o cuidado de prever de maneira detalhada a estrutura do negócio jurídico, da forma mais minudente possível.<sup>318</sup> Nessa ordem de ideias, vale mencionar a lição de Orlando Gomes:

Os contratos atípicos subordinam-se às regras gerais do Direito Contratual, assim as que regem os pressupostos e requisitos essenciais à validade dos

---

<sup>313</sup> BARBOSA, Mário Figueiredo. Sobre os contratos atípicos. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 282, ano 79, p. 29-38, abr./maio/jun. 1983.

<sup>314</sup> Na lição de Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda: “[...] a tipicidade tem causas históricas, por muito fundada no direito romano, porém não só a vida jurídica nos tempos posteriores e nos dias de hoje, atuou e atua, como também o trato dos negócios, em caracterizações inevitáveis. O tráfico jurídico não só tipiciza ou corrige o tipo. Por vezes, suscita tipos novos (e.g., no direito brasileiro, a duplicata mercantil), ou os negócios jurídicos atípicos. A vida muda. Embora os princípios permaneçam, mudam-se as estruturas e conteúdos dos negócios jurídicos” (MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado*. v. 38. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962, p. 366).

<sup>315</sup> RODRIGUES, Silvio. *Direito civil: dos contratos e das declarações unilaterais de vontade*. 28. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 36-37.

<sup>316</sup> Confira-se o conceito trazido por Álvaro Villaça Azevedo: “Os contratos típicos recebem do ordenamento jurídico uma regulamentação particular, e apresentam-se com um nome, ao passo que os atípicos, embora possam ter um nome, carecem de disciplina particular, não podendo a regulamentação dos interesses dos contratantes contrariar a lei, a ordem pública, os bons costumes e os princípios gerais de direito” (AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral dos contratos típicos e atípicos*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004, p. 138).

<sup>317</sup> RODRIGUES, op. cit., p. 37.

<sup>318</sup> DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais*. 27. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 114.

contratos como as que disciplinam as obrigações. Têm irrecusável aplicação nos contratos atípicos, mas, evidentemente, não bastam. Regras particulares são necessárias. Como não estão previstas especialmente na lei, cabe ao juiz procurá-las, utilizando-se de um dos métodos propostos pela doutrina. Via de regra, a tarefa é facilitada pelas próprias partes. O problema simplifica-se, com efeito, pelo emprego corrente do princípio de autodisciplina dos contratos. Os estipulantes de um contrato atípico costumam regular mais explicitamente seus efeitos, porque sabem que inexistem regras supletivas de sua vontade. Além disso, os usos que se vão formando, se não adquirem, para logo, o valor de fonte normativa, auxiliam o intérprete e o aplicador do Direito.<sup>319</sup>

Dito isso, é certo que o ordenamento jurídico brasileiro permite a celebração do contrato de *stalking horse*, ainda que não tenha os seus elementos caracterizadores definidos em lei (como qualquer outro contrato atípico). Isso, porque os contratantes possuem a liberdade de contratar e de estipular o conteúdo da avença que se pretende firmar.

O acordo poderia ser celebrado antes mesmo do pedido de recuperação judicial, caso o empresário, o titular da EIRELI e os administradores da sociedade empresária verifiquem a situação de crise econômica aguda e a necessidade de alienação de ativos para o sucesso de uma futura recuperação judicial.

Nada obstante, o contrato de *stalking horse* também poderia ser firmado depois do pedido de recuperação. Como se disse anteriormente, o devedor e os administradores permanecem na livre administração da empresa mesmo após o início do processo de recuperação. Ao contrário do que ocorre com a falência, segue-se o curso normal dos negócios, pois a recuperação judicial tem por objetivo a reestruturação da empresa e não a liquidação dos ativos. Em virtude disso, todos os atos necessários à gestão da empresa podem ser praticados.

Nessa ordem de ideias, permite-se ao devedor em recuperação celebrar o contrato de *stalking horse* com eventuais interessados na aquisição de seus ativos. As diretrizes gerais do ajuste podem ser previstas em um instrumento contratual (ou conjunto de instrumentos contratuais) próprio – caso a venda judicial seja realizada na forma do art. 66 da LREF – ou como cláusulas inseridas no plano de recuperação judicial – caso a venda seja realizada como um meio de recuperação. Na segunda hipótese, o negócio deve contar com a anuência do devedor em recuperação e do *stalking horse bidder*, bem como a concordância dos credores necessários à aprovação do plano – o que é discutido na sequência.

---

<sup>319</sup> GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 125.

### 2.2.2. A natureza jurídica da recuperação judicial

A celebração de negócios jurídicos se insere dentro das atribuições dos administradores do devedor em recuperação, os quais são mantidos à frente da empresa. A estrutura do *stalking horse* pode ser estabelecida em um negócio jurídico atípico, vinculando as partes (leia-se, devedor em recuperação e *stalking horse bidder*), mas para ser realizada no curso da recuperação judicial é necessário que os credores e o juízo da recuperação se manifestem a respeito da operação.

Na experiência norte-americana, o contrato de *stalking horse* é submetido ao juízo da reorganização para que aprecie as cláusulas nele inseridas e corrija eventuais excessos por parte dos contratantes. A decisão do magistrado legitima a venda nos termos do ajuste e confere segurança jurídica ao *stalking horse bidder*.<sup>320</sup> Uma lógica semelhante pode ser observada no processo de recuperação judicial brasileiro, no qual o juiz realiza o controle da legalidade dos atos praticados pelo devedor.<sup>321</sup>

Assim, caso o contrato de *stalking horse* seja assinado com o intuito de promover a venda de bens na forma do art. 66 da LREF, convém ao devedor apresentar uma petição demonstrando o preenchimento dos requisitos para a prática do ato de disposição fora do plano de recuperação (abordados anteriormente) e indicando a celebração do contrato de *stalking horse*. O administrador judicial poderá se manifestar quanto à conveniência da operação, assim como o comitê de credores e, caso não constituído, os credores podem ser convocados a participar de uma audiência de gestão democrática para aprovar o negócio.<sup>322</sup> Depois da oitiva dos interessados, o juiz deverá apreciar o pedido. Há que se lembrar o entendimento do Des. Carlos Alberto Garbi na recuperação judicial do Grupo OAS, que admitiu o financiamento DIP juntamente com o *stalking horse*, desde que a assembleia geral de credores posteriormente ratifique o negócio.<sup>323</sup>

---

<sup>320</sup> Por todos: BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [S. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013.

<sup>321</sup> Na jurisprudência do STJ: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.314.209/SP, Nancy Andriighi, 3ª Turma, 22 maio 2012.

<sup>322</sup> COSTA, Daniel Carnio. *A gestão democrática de processos: uma nova técnica de condução de processos concursais*. Disponível em: <<http://www.cartaforense.com.br/conteudo/artigos/a-gestao-democratica-de-processos---uma-nova-tecnica-de-conducao-de-processos-concursais/14648>>. Acesso em 16 jul. 2018.

<sup>323</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2150922-97.2015.8.26.0000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 05 out. 2015.



Por outro lado, o devedor pode prever a venda de ativos ou de unidades produtivas isoladas como meio de recuperação, inserindo-a no plano com base nos arts. 50, inciso XI e 60 da LREF. Nesse caso, o plano, que conterà as cláusulas relativas ao *stalking horse*, deverá ser submetido à votação da assembleia geral de credores e posteriormente ao crivo do juízo da recuperação para o controle da legalidade das disposições do plano.<sup>324</sup>

Nas duas hipóteses, tem-se o problema da oponibilidade das condições do *stalking horse* aos credores dissidentes, ausentes e abstinentes, os quais não manifestaram sua concordância com os termos do ajuste (ou do plano, a depender do caso). Nesse contexto, é importante analisar as diferentes correntes de entendimento a respeito da natureza jurídica do processo de recuperação judicial.

A primeira corrente sustenta que a recuperação judicial possui natureza processual, considerando-se o caráter contencioso do processo de recuperação e o pedido do devedor para que o juízo entregue um provimento jurisdicional, o que acabaria por solucionar a lide entre devedor e credores (tal posição se aproxima daquela referente à concordata, adotada na vigência do Decreto-Lei nº 7.661/1945).<sup>325-326</sup> É certo que a decisão proferida pelo juízo ora autorizando a venda na forma do art. 66 da LREF, ora homologando o plano com a previsão de venda, produziria efeitos em relação a todos os credores, indistintamente.

No entanto, é possível notar que essa posição se mostra equivocada, pois não há uma pretensão resistida para a qual o juiz é convocado a se manifestar; há uma composição entre os distintos interesses promovida pelo devedor e seus credores na assembleia geral – com a deliberação, possível modificação e aprovação da proposta –, e que é posteriormente

---

<sup>324</sup> O STJ entende que a assembleia geral de credores é soberana nas decisões relativas ao plano de recuperação, mas o plano em si está sujeito aos requisitos de validade dos atos jurídicos e, conseqüentemente, ao controle da legalidade (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.314.209/SP, Nancy Andrighi, 3ª Turma, 22 maio 2012).

<sup>325</sup> Segundo Paulo Sérgio Restiffe, a recuperação judicial teria a mesma natureza que a concordata, de tutela jurisdicional concedida ao empresário individual, à EIRELI e à sociedade empresária: “A Lei n. 11.101/2005, a atual Lei de Falências, não altera esse cenário verificado desde a legislação falimentar anterior. No entanto, por haver, de um lado o instituto da recuperação judicial da empresa, de caráter processual, e contencioso, e, de outro lado, o instituto da recuperação extrajudicial da empresa, de caráter negocial, uma vez que exige a aprovação dos credores e homologação judicial, caracterizando seu aspecto procedimental – e não processual –, embora não contencioso, mas de procedimento voluntário, a vigente Lei de Falências brasileira tem, quanto à recuperação de empresas, natureza jurídica dual: contenciosa, na qual há lide (recuperação judicial de empresas), e voluntária, graciosa ou administrativa, na qual inexistente lide (recuperação extrajudicial de empresas)” (RESTIFFE, Paulo Sérgio. *Recuperação de empresas*. Barueri-SP: Manole, 2008, p. 45).

<sup>326</sup> De acordo com o entendimento de Waldo Fazzio Júnior, a recuperação judicial seria uma ação constitutiva positiva, que teria a pretensão de resolver a crise econômico-financeira do devedor (FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Lei de falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 116).

submetida a homologação judicial. Além disso, não existe autor e réu, os credores não são citados para apresentar sua resposta, mas convidados a participar do processo de recuperação.<sup>327</sup>

A segunda corrente vê no processo de recuperação um ato complexo envolvendo um ato coletivo processual, um favor legal e uma obrigação *ex lege* com o objetivo de promover o soerguimento da empresa em crise, ao mesmo tempo em que tutela os interesses dos demais *stakeholders*.<sup>328-329</sup> Nas palavras de Jorge Lobo, a recuperação judicial nada mais seria do que um “instituto de Direito Econômico, porque suas normas não visam (...) realizar a ideia de justiça, mas sobretudo criar condições e impor medidas que propiciem às empresas em estado de crise econômica se reestruturarem, ainda que com parcial sacrifício de seus credores”.<sup>330</sup> Assim como na primeira corrente, a venda dos ativos seria objeto de decisão judicial e vincularia a totalidade dos credores.

Contudo, embora na recuperação judicial os credores tenham a oportunidade de se manifestar no processo, não existe identidade de vontades das partes envolvidas para que se possa dizer que há um ato coletivo processual, justamente em razão da possibilidade de oposição dos credores à proposta apresentada pelo devedor. Também não se cogita de um favor legal, pois ainda que preenchidos os pressupostos exigidos pela lei, o juiz não poderia conceder a recuperação judicial sem que os credores aprovassem o plano em observância aos quóruns legais.<sup>331</sup> Além disso, não se tem uma obrigação *ex lege*, visto que as obrigações decorrentes

---

<sup>327</sup> LOBO, Jorge. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 178.

<sup>328</sup> Confira-se: “A recuperação judicial é um ato coletivo processual, porque as vontades do devedor, manifestadas na petição inicial, e de seus credores, declaradas expressa ou tacitamente, ‘marcham paralelas’, se ‘completam’ e se ‘fundem em uma só’, ‘formando uma e única vontade unitária’, sob a direção e fiscalização do Poder Judiciário (LRE, arts. 35, I; 42; 45; 47; 51, III; 55; 56; 58 e 59).

A recuperação judicial é um favor legal porque garante ao devedor, atendidos determinados pressupostos e requisitos, formais e materiais, o direito de sanear o estado de crise econômico-financeira em que se encontra com a finalidade de salvar o negócio, manter o emprego dos trabalhadores, respeitar os interesses dos credores (art. 47) e reabilitar-se (art. 63), benefício legal que produz efeitos desde o deferimento da petição inicial da ação de recuperação com a suspensão ‘de todas as ações e execuções’ pelo prazo de cento e oitenta dias (art. 6º, *caput* e §4º).

A recuperação judicial é uma obrigação *ex lege* porque, concedida, pelo juiz, por sentença (art. 58), ‘implica novação dos créditos anteriores ao pedido, e obriga o devedor e todos os credores a ela sujeitos, sem prejuízo das garantias’ que possuam (art. 59, *caput*)” (Ibid., p. 175).

<sup>329</sup> J. V. Penalva Santos também se posiciona dessa forma ao afirmar que “a recuperação judicial tem natureza complexa, por abranger o aspecto declaratório, de conhecimento, de constitutividade e também por criar nova situação econômico-financeira, ao permitir o soerguimento da empresa abalada na sua estrutura, conquanto ainda se encontre *in bonis*, de molde a permitir a obtenção do favor legal” (SANTOS, J. V. Penalva. *Recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Editora Espaço Jurídico, 2007, p. 26).

<sup>330</sup> LOBO, op. cit., p. 179.

<sup>331</sup> TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. v. 3. São Paulo: Atlas, 2016, p. 56.

do plano de recuperação são resultado da deliberação favorável da maioria dos credores, e não de previsão legal.

Para a terceira corrente, a recuperação judicial possui natureza contratual, pois culmina em um negócio jurídico (plano) realizado pelo devedor e seus credores sob supervisão do administrador judicial, do Ministério Público e do juízo.<sup>332</sup> Para Lúcia Valério Marzagão, ainda que esteja “sujeito à direção e homologação da autoridade judiciária competente, a fundamental representatividade e participação dos credores na decisão de aprovação do plano de recuperação judicial da empresa imprime-lhe uma natureza contratual”.<sup>333</sup>

Mais do que um simples contrato comutativo, observa-se no plano um contrato plurilateral por meio do qual há um encontro de vontades. Conquanto os credores possam ter interesses por vezes opostos aos do devedor em recuperação, alcança-se um acordo que tem por finalidade a superação da crise econômico-financeira.<sup>334</sup>

E o plano de recuperação judicial se encaixa precisamente no conceito de contrato plurilateral, como bem pontuou Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, visto que: (i) o devedor e os credores contraem obrigações e direitos recíprocos por meio do plano (reciprocidade obrigacional), (ii) o objetivo do plano (e do processo como um todo) consiste no soerguimento da atividade empresarial (finalidade comum), (iii) o plano de recuperação é um instrumento utilizado para a superação da crise econômico-financeira pelo devedor (função instrumental), (iv) o plano organiza os interesses dos credores em classes e subclasses (organização), (v) há um cronograma de prestações que devem ser cumpridas pelo devedor – e às vezes até pelos credores e por terceiros – de forma sucessiva e ao longo do tempo (execução continuada), e (vi) o plano de recuperação produz efeitos em relação aos credores que

---

<sup>332</sup> Nesse sentido, na doutrina: (i) TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. v. 3. São Paulo: Atlas, 2016, p. 58; (ii) SZTAJN, Rachel; FRANCO, Vera Helena de Mello. *Falência e recuperação da empresa em crise*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 234; e (iii) PENTEADO, Mauro Rodrigues. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falências*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 85. E na jurisprudência: (i) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0168318-63.2011.8.26.0000, Pereira Calças, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 17 abr. 2012; e (ii) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0033028-76.2011.8.26.0000, Pereira Calças, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 22 nov. 2011.

<sup>333</sup> MARZAGÃO, Lúcia Valério. A recuperação judicial. In: MACHADO, Rubens Approbato (Coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 94.

<sup>334</sup> Na lição de Mauricio Moreira Mendonça de Menezes: “Cada parte assume obrigações com todas as demais e adquire direitos oponíveis em face de todos os contraentes, como se estivessem em um círculo, enquanto nos demais contratos cada parte se situaria nos extremos de uma linha” (MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. O exercício da autonomia privada na recuperação judicial. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 2, out./dez. 2016).

habilitaram seu crédito fora dos prazos legais, ainda que não possuam direito de voto (tipo aberto).<sup>335</sup>

No entanto, a posição contratualista é criticada principalmente em razão da possibilidade de se impor o plano de recuperação aos credores dissidentes, ausentes e abstinente na assembleia geral. A resistência ou a ausência de manifestação de alguns credores, se cumpridos os quóruns legais, não impede sua sujeição aos efeitos do plano (ou da proposta apresentada para venda de ativos na forma do art. 66 da LREF) – salvo na hipótese em que o credor com garantia real não concorda com a supressão ou a substituição da sua garantia (art. 50, §1º, LREF) –, o que poderia afastar a natureza contratual do plano, segundo Jorge Lobo.<sup>336</sup> Embora tal argumento possa ser verdade para os contratos comutativos, nos contratos plurilaterais prevalece o princípio majoritário, que permite a expressão da vontade das partes contratantes por meio da deliberação de sua maioria em assembleia geral.<sup>337</sup>

E nem se pode dizer que a distribuição dos credores em classes – e em subclasses, se houver previsão no plano – representa uma violação ao princípio majoritário, pois sua divisão em diferentes grupos, com interesses homogêneos, tem por finalidade a formação de uma maioria qualificada e vinculante para a minoria dissidente, ausente e abstinente.<sup>338</sup>

Assim, confere-se ao devedor e aos administradores, mantidos na gestão da empresa durante o processo de recuperação judicial, a prerrogativa de celebrar negócios jurídicos e praticar atos que tenham o propósito de auxiliar a superação da crise da empresa. Dessa forma,

---

<sup>335</sup> MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. O exercício da autonomia privada na recuperação judicial. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 2, out./dez. 2016.

<sup>336</sup> LOBO, Jorge. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 177.

<sup>337</sup> No entendimento de Sérgio Campinho: “Por isso, em nossa visão, o instituto da recuperação judicial deve ser visto com a natureza de um contrato judicial, com feição novativa, realizável através de um plano de recuperação, obedecidas, por parte do devedor, determinadas condições de ordem objetiva para sua implementação. A perfectibilidade do acordo não exige a manifestação unânime das vontades dos credores, sendo suficiente sua formação entre o devedor e uma maioria legalmente estabelecida de credores, capaz de obrigar a minoria. A massa de credores é quem declara a sua vontade, através do órgão deliberante: a assembleia geral de credores. E isso se justifica porque o fim do processo de recuperação judicial deve ser único para todos, pois a relação processual que se estabelece é única” (CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa: o novo regime da insolvência empresarial*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, p. 13).

<sup>338</sup> Nas palavras de Mauricio Moreira Mendonça de Menezes: “Por sua vez, a mecânica legal busca exatamente a mitigação de situações de conflitos de interesses, justamente pela formação de colégios eleitorais de credores com interesses homogêneos. Ao menos em tese, essas maiorias setoriais, obtidas nas diferentes classes elencadas no art. 45, da Lei 11.101/2005, acabam por formar uma maioria qualificada, apta a servir como fonte de declaração de vontade dos credores, que assim estará revestida de legitimidade suficiente para vincular a generalidade de credores aos termos do plano de recuperação.

Por outro lado, a imposição forçada do plano à minoria divergente não é argumento para afastar sua contratualidade, uma vez que a vontade é, por si, elemento relativizado na ordem dos valores que informam a teoria contratual” (MENEZES, op. cit.).

os gestores podem buscar ativamente no mercado interessados em adquirir seus ativos e negociar os termos de um contrato de *stalking horse*, o que se insere nos limites do exercício da liberdade contratual pelo empresário individual, pela EIRELI e pela sociedade empresária. Além disso, a venda de ativos antes do plano ou nos termos do plano, utilizando-se do *stalking horse*, seria oponível à integralidade dos credores em razão do consentimento da assembleia geral de credores (ou dos credores em audiência de gestão democrática) e da posterior decisão judicial de confirmação da legalidade do negócio.

### 2.2.3. O momento no qual o *stalking horse bidder* pode se apresentar na recuperação judicial

Já se disse que o *stalking horse* pode surgir em negociações anteriores ao próprio pedido de recuperação judicial. O devedor em situação de crise econômico-financeira pode iniciar tratativas com um interessado na aquisição de seus ativos antes mesmo do processo de recuperação ser iniciado. É verdade que quanto antes o devedor e seus administradores agirem, maiores são as chances de sucesso de uma reestruturação.<sup>339</sup> Dessa maneira, caso se identifique a possibilidade de monetizar ativos, os gestores da empresa devem tomar as medidas necessárias para acelerar os atos de disposição – ainda que a recuperação judicial seja inevitável e a venda propriamente dita ocorra apenas depois do pedido de recuperação.

Por outro lado, na hipótese em que a administração da empresa não se movimentou quando poderia (ou deveria), nada impede que o contrato de *stalking horse* seja celebrado depois do pedido de recuperação e antes da apresentação do plano. Se o devedor estiver em premente necessidade de recursos para manutenção da sua atividade, seria possível realizar a venda já no início do processo de recuperação (e fora do plano), na forma do art. 66 da LREF. A alienação de ativos também poderia ser inserida como um dos meios de recuperação elencados pelo plano – conforme arts. 50, inciso XI e 60 da LREF –, com a previsão das condições do *stalking horse* e a indicação do destino dos recursos (para o pagamento dos credores, por exemplo).

Dito isso, uma situação peculiar pode ocorrer: depois da aprovação do plano pelos credores e da concessão da recuperação judicial pelo juiz, a situação de crise econômico-financeira do devedor pode se agravar (seja por algum evento inesperado, seja em razão de uma projeção de receitas futuras por demais otimista) e a venda de ativos (que não tenham sido

---

<sup>339</sup> BENDER, Daniel P.; WILLIS, Kevin T. Failures companies make that lead to crisis (or why companies fail). In: FRIEDLAND, J. P.; HAMMEKE, R. A.; VANDESTEEG, E. B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 11-12.

inicialmente contemplados pelo plano) pode se mostrar como uma alternativa para o inadimplemento das obrigações previstas no plano.

Nesse momento, é importante lembrar que o plano de recuperação deve demonstrar a sua viabilidade econômica (art. 53, II, LREF), considerando o endividamento do devedor, os seus ativos, as condições de pagamento previstas no plano e a geração de recursos suficientes pela empresa para o pagamento das dívidas sujeitas e das dívidas não sujeitas aos efeitos da recuperação.

À luz desse contexto, os credores reunidos na assembleia geral devem votar e, caso o empresário individual, a EIRELI ou a sociedade empresária sejam viáveis, aprovar o plano apresentado – com eventuais modificações propostas na assembleia geral de credores e admitidas pelo devedor. De outro lado, se os credores verificarem que não há viabilidade econômica, é provável que o plano seja rejeitado, com a possível convolação da recuperação judicial em falência (art. 56, §4º c/c art. 73, III, LREF). Com isso, o devedor que não possui chances de soerguimento tem a falência decretada e seus ativos liquidados.

No entanto, a viabilidade econômica do plano não é uma noção estanque, sujeitando-se a constantes mutações, sobretudo tendo em vista a dinâmica do mercado e os inúmeros fatores externos que podem influenciar a atividade empresária do devedor em recuperação. Em razão disso, é possível que um plano de recuperação aprovado e confirmado pelo juiz se torne inviável em decorrência de modificações fáticas, e o devedor não tenha condições de cumpri-lo.

Em situações tais, em vez de permitir o descumprimento do plano e decretar a falência do devedor (art. 61, §1º c/c art. 73, IV, LREF), tem-se admitido a apresentação de um aditamento do plano que considere a nova conjuntura na qual o devedor se insere, com a modificação das condições do plano para refletir a nova situação (vale mencionar que a Lei nº 11.101/2005 não disciplina o aditamento, que resulta de uma construção doutrinária e jurisprudencial).<sup>340-341</sup> Assim, uma nova assembleia geral de credores é convocada para votar o aditamento – que por vezes consiste em um novo plano. Aprovado o aditamento, o juízo da

---

<sup>340</sup> Na doutrina: NOGUEIRA, Ana Beatriz Martucci; CAMPI, Ana Cristina Baptista; PIHA, Daniella. Reflexões sobre a rotineira prática dos aditamentos ao plano de recuperação judicial. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 60-61.

<sup>341</sup> Por todos, na jurisprudência do STJ: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.302.735/SP, Luis Felipe Salomão, 4ª Turma, 17 mar. 2016. E no âmbito do TJSP: BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2138610-84.2018.8.26.0000, Azuma Nishi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 28 nov. 2018.

recuperação pode confirmá-lo e a partir de então o devedor se obrigará a cumprir o plano nos termos do aditamento.<sup>342</sup>

Diante desse cenário, caso o devedor se veja impossibilitado de cumprir as obrigações previstas no plano aprovado, os gestores podem buscar interessados na aquisição de ativos e estruturar um aditamento do plano de recuperação (em vez de aguardar a quase certa convalidação da recuperação judicial em falência). Esse aditamento pode prever o *stalking horse* (assim como as vantagens e condições que lhe são próprias) e modificar as obrigações do devedor, adequando-se à sua nova realidade e preenchendo o requisito da viabilidade econômica da empresa.

Independentemente do momento em que o *stalking horse bidder* se apresente, não é demais relembrar que as vantagens e incentivos a ele conferidos devem ser aprovados pelos credores em assembleia geral (ou em audiência de gestão democrática) e confirmados pelo juízo da recuperação.

Feitas essas considerações, passa-se à análise de dois casos brasileiros nos quais a venda de ativos teve a participação de um *stalking horse bidder*: a recuperação judicial do Grupo OAS, em trâmite no TJSP, e a recuperação judicial do Grupo Abengoa, em trâmite no TJRJ.

#### 2.2.4. Estudo de caso da recuperação judicial do Grupo OAS

Na recuperação judicial de OAS S/A, Construtora OAS S/A, OAS Empreendimentos S/A, OAS Infraestrutura S/A, OAS Imóveis S/A, OAS Investimentos S/A, SPE Gestão e Exploração de Arenas Multiuso S/A, OAS Investments GmbH, OAS Investments Ltd. e OAS Finance Ltd. (Grupo OAS) – processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100 – em trâmite na 1ª Vara de Falências e Recuperação Judicial da Comarca da Capital do Estado de São Paulo, o grupo devedor necessitava da injeção de dinheiro novo para continuar suas operações. Por isso, buscou-se a realização de um financiamento DIP no valor de

---

<sup>342</sup> De acordo com Fábio Ulhoa Coelho: “Não pode, porém, a lei ignorar a hipótese de revisão do plano de recuperação, sempre que a condição econômico-financeira do devedor passar por considerável mudança. Nesse caso, admite-se o aditamento do plano de recuperação judicial, mediante retificação pela Assembleia dos Credores. A retificação está sujeita ao mesmo quórum qualificado de deliberação previsto para aprovação do plano original.

Se pretender o aditamento, o beneficiado deve aduzir requerimento acompanhado da exposição circunstanciada dos fatos que fundamentam a revisão do plano” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 253).

R\$800.000.000,00 (oitocentos milhões de reais) no curso da recuperação judicial, com base no art. 66 da LREF.

O financiamento DIP (*debtor-in-possession*) é um instituto também pouco conhecido no Direito Brasileiro. No financiamento DIP, um financiador (ou investidor, ou credor) aporta recursos novos no devedor em recuperação e, em contrapartida, recebe uma série de garantias que coloquem o seu crédito em posição privilegiada em relação aos demais credores – como a alienação fiduciária de ativos do devedor em garantia do financiamento, por exemplo. Além disso, por ser realizado após o pedido de recuperação judicial, em caso de falência, o crédito é considerado extraconcursal, nos termos do art. 67 da LREF.

No caso do Grupo OAS, antes mesmo do protocolo do pedido de recuperação, o devedor já buscava interessados em realizar o financiamento DIP. Esse esforço prévio à recuperação angariou 13 (treze) interessados em assinar acordos de confidencialidade – *non-disclosure agreements* – para realizar a *due diligence* e a auditoria nas finanças das sociedades integrantes do Grupo OAS.

Com o passar do tempo, diversos investidores desistiram e somente um apresentou uma proposta de financiamento, a Brookfield Infrastructure Group Inc. (Brookfield). Essa proposta de financiamento envolvia a emissão de debêntures não conversíveis em ações pelo Grupo OAS e a alienação fiduciária de ações da Investimentos e Participações em Infraestrutura S/A (Invepar), um dos ativos mais valiosos e relevantes do grupo. Além do financiamento DIP, a Brookfield demonstrou a intenção de adquirir 100% (cem por cento) das ações da Invepar de titularidade do Grupo OAS e celebrou um contrato de *stalking horse* para operacionalizar sua aquisição (embora a expressão “*stalking horse*” não tenha sido utilizada no caso).

O termo de compromisso – *term sheet* – firmado entre a Brookfield e o Grupo OAS a respeito da transferência das ações da Invepar previa algumas condições (ou melhor, vantagens) semelhantes às analisadas anteriormente neste trabalho. Inicialmente, deve-se destacar que a Brookfield teve a oportunidade de realizar a *due diligence* antes mesmo do protocolo do pedido de recuperação judicial pelo Grupo OAS, o que lhe conferiu a oportunidade de analisar as finanças do grupo e avançar as negociações sobre as condições necessárias para o acordo.

A primeira condição (ou vantagem) conferida ao *stalking horse bidder* consistia na concessão de um prazo de exclusividade (*exclusivity arrangement*) para a Brookfield negociar a aquisição das ações da Invepar, com a previsão de um prazo de 45 (quarenta e cinco) dias, prorrogável por um prazo adicional de 60 (sessenta) dias, contados a partir de 14 de maio de



2015. Durante a vigência do prazo de exclusividade, o Grupo OAS não poderia buscar ou negociar com outros interessados pelos ativos. Em contrapartida, o acordo estabelecia um período de *go shop* de 30 (trinta) dias, com início imediatamente após a aprovação do plano de recuperação, o que permitiria ao Grupo OAS oferecer os ativos a outros interessados e ao mercado de modo geral.

A segunda condição no termo de compromisso previa que, uma vez liberados os recursos do financiamento DIP, a Brookfield teria o direito de cobrir outras ofertas – *right to top* – para a aquisição das ações da Invepar. De acordo com a cláusula, sua proposta seria considerada vencedora se concordasse com o pagamento de preço de aquisição 1% (um por cento) superior ao lance apresentado por outro interessado. Essa é uma vantagem que o *stalking horse bidder* (normalmente) possui em relação aos demais interessados na compra dos ativos e que pode lhe garantir a vitória no processo competitivo adotado para a venda judicial dos bens.

A terceira condição assegurava à Brookfield o ressarcimento de todos os gastos realizados no processo – conhecido como *expense reimbursement*, na experiência norte-americana. Como se sabe, a realização de *due diligence*, a contratação de assessoria jurídica e financeira e o processo de negociação, como um todo, trazem consigo custos e representam um investimento por parte do interessado na compra dos ativos. Caso a venda não se concretize, seja por desistência do vendedor (devedor em recuperação), seja em razão de um lance superior ao oferecido – e, conseqüentemente, não coberto pelo *right to top* –, o *stalking horse bidder* faz jus ao reembolso dos valores que custearam sua avaliação dos bens e sua participação no processo competitivo de licitação.

A quarta condição conferia à Brookfield o direito a *break-up fees* fixados em 5% (cinco por cento) do valor total da oferta pelas ações da Invepar. Esse valor não seria pago se a operação efetivamente se concretizasse ou se a Brookfield desistisse da aquisição das ações. Como os *break-up fees* consistem em uma multa compensatória paga pelo vendedor (ou pelo arrematante) na hipótese em que a alienação dos ativos se aperfeiçoa com um terceiro interessado, por evidente o preço de arrematação deve ser superior ao valor das despesas de ressarcimento e dos *break-up fees*.

A quinta condição prevista no termo de compromisso consistia na escolha da modalidade de venda dos ativos – dentre as opções do art. 142 da LREF –, por meio da entrega de propostas fechadas (uma modificação no processo de venda judicial). Além disso, a Brookfield teria o prazo de 10 (dez) dias para analisar as propostas realizadas, contados da data de sua publicidade pelo juízo da recuperação, a fim de exercer, ou não, o seu direito de cobrir a melhor oferta.

Deve-se destacar que a aquisição das ações da Invepar estava condicionada ao não exercício do direito de preferência dos demais acionistas da companhia e à concordância da Brookfield em integrar o bloco de controle por meio da adesão ao acordo de acionistas em vigor. E mais, é importante mencionar que a alienação da integralidade das ações da Invepar detidas pelo Grupo OAS seria realizada como um dos meios de recuperação previstos no plano de recuperação judicial, e não na forma do art. 66 da LREF.

Posteriormente, a operação de financiamento DIP e o contrato de *stalking horse* firmado entre a Brookfield e o Grupo OAS foram submetidos ao juízo da recuperação que conferiu aos credores a oportunidade de se manifestarem, em decisão de 26 de maio de 2015. Depois das manifestações dos credores, o Juiz Daniel Carnio Costa, em decisão de 9 de junho de 2015, designou audiência de gestão democrática e convidou os credores interessados a comparecerem para discutir as principais questões da operação. A audiência de gestão democrática é uma prática do Juiz Daniel Carnio Costa que visa a conferir maior celeridade ao procedimento de tomada de decisões na recuperação judicial. Assim, o magistrado reúne todos os atores processuais interessados para uma audiência pública, discute os temas urgentes e decide, muitas das vezes, na própria audiência.

A audiência de gestão democrática foi realizada em 18 de junho de 2015, na qual ficou decidido que o administrador judicial – Alvarez e Marsal do Brasil Ltda. – deveria apresentar informações a respeito da influência das vantagens conferidas à Brookfield no processo competitivo de alienação dos ativos e na valorização das ações da Invepar.

Em petição de 23 de junho de 2015, o administrador judicial reconheceu que o direito de exclusividade e o direito de cobrir a melhor oferta não afetariam a competitividade na alienação das ações da Invepar. De acordo com a petição:

No que diz respeito ao direito de cobrir oferta, as devedoras consideram que essa possibilidade teria o condão de elevar o preço das ofertas, posto que um participante interessado tenderia a ofertar um valor mais alto para promover o desinteresse da Brookfield em equiparar a oferta. (...)  
No entendimento da Administradora Judicial, apesar da limitação potencial à competição pelos direitos outorgados à Brookfield, é importante se destacar que os instrumentos contratuais foram precedidos por um processo que contou com ampla divulgação e participação, conforme acima mencionado, sendo importante destacar, também, a existência prévia do direito de preferência dos demais acionistas, como outro fator a limitar a competição, independentemente da alienação ou não das ações da Invepar para a Brookfield.

Em 14 de julho de 2015, o Juiz Daniel Carnio Costa admitiu a contratação do financiamento DIP pelo Grupo OAS e reconheceu a validade do contrato de *stalking horse* e de suas condições, nos seguintes termos:

As penalidades contratuais para a hipótese da Brookfield não adquirir as ações da Invepar em futura alienação judicial não refogem ao padrão de mercado, tendo em consideração a natureza desse tipo de negócio e os riscos nele envolvidos, conforme analisado pela administradora judicial. (...)

Os credores questionaram, ainda, acerca das vantagens competitivas conferidas à Brookfield na compra da participação acionária da Invepar em razão do fornecimento do DIP *Finance*.

Mais uma vez restou esclarecido que a proposta oferecida pela Brookfield para a concessão do financiamento, num contexto de competição, foi a que melhor atendeu às necessidades do Grupo OAS. Por outro lado, o direito de cobrir a melhor oferta (*right to top*) não é suficiente para excluir a competição no processo de venda da participação acionária. Trata-se de benefício concedido à Brookfield como razoável contraprestação ao empréstimo de R\$ 800 milhões que será fornecido antecipadamente às recuperandas. Ademais, caso se considerasse o direito de preferência um impeditivo à competição, o fato é que se trata de circunstância já existente, diante do direito de preferência dos demais acionistas da Invepar, mesmo para o caso de venda direta. (...)

Tem-se, portanto, que as vantagens concedidas à Brookfield para a aquisição das ações da Invepar (período de exclusividade e direito de preferência) são razoáveis, levando-se em conta que foram as condições mais favoráveis apresentadas por todos os interessados em participar do DIP, bem como se entendidas como contrapartida para a concessão de financiamento de R\$ 800 milhões em favor das recuperandas. Ademais, tais vantagens não excluem a possibilidade de participação competitiva de outros eventuais interessados na compra desse ativo.<sup>343</sup>

Como se pode imaginar, tendo em vista a novidade do tema e o desconhecimento por parte dos operadores do direito no Brasil, diversos agravos de instrumento foram interpostos em face dessa decisão de 1º grau, o que levou a matéria à apreciação do TJSP.

Os recursos interpostos foram distribuídos para o Des. Carlos Alberto Garbi, integrante da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, e continham um pedido de efeito suspensivo. Em juízo de cognição sumária, o magistrado deferiu o efeito suspensivo com base na ausência de clareza sobre o negócio e a sua repercussão nos interesses dos credores, sobretudo pela venda das ações da Invepar. Vale destacar o seguinte trecho da decisão monocrática proferida em 6 de agosto de 2015:

Acrescente-se que as recuperandas, ao conceder posição privilegiada na aquisição da participação na Invepar em favor da mutuante, acaba por afastar outros possíveis interessados e, conseqüentemente, reduzem as expectativas de alcançar melhor resultado na venda de importante ativo. O negócio ainda enfraquece mais as recuperandas, e também os credores, quando prevê penalidades expressivas em favor da mutuante caso o negócio em favor dela não se concretize.<sup>344</sup>

---

<sup>343</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100, Daniel Carnio Costa, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central, 14 jul. 2015.

<sup>344</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2152895-87.2015.8.26.0000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 06 ago. 2015.

Foi interposto agravo regimental em face da decisão monocrática e os desembargadores integrantes da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial entenderam por bem revogar parcialmente o efeito suspensivo concedido, a fim de permitir a concessão do financiamento DIP, que deveria limitar a primeira parcela a R\$200.000.000,00 (duzentos milhões de reais). Além disso, o acórdão deixou claro que a assembleia geral de credores deveria deliberar sobre a conveniência dos direitos e vantagens conferidos à Brookfield na aquisição das ações da Invepar:

É certo que as recuperandas bem mencionaram que foi prevista, nas condições dos contratos, a cláusula denominada RIGHT TO TOP, que confere à Brookfield a possibilidade de cobrir a oferta feita por terceiro na aquisição das ações (Direito de Cobrir Oferta), de modo que a mutuante deverá participar do leilão, apresentar também sua proposta e, caso ela não seja vencedora, poderá cobrir a que se apresentar superior, tendo direito à aquisição das ações caso sua oferta seja apenas 1% maior (fls. 32).

Entretanto, essa condição deve, necessariamente, passar pela aprovação dos credores, reunidos em Assembleia Geral, assim como deve ser aprovado pelos credores o prazo previsto no ajuste para conhecimento dos interessados sobre a alienação das ações e o direito conferido à Brookfield para cobrir ofertas, assim como as condições previstas para o caso de não confirmação da venda em seu favor (GO SHOP 30 dias, fls. 32). (...)

A Assembleia de Credores deverá aprovar também as cláusulas contratuais que contêm a previsão da Taxa de Rescisão Go Shop [...].<sup>345</sup>

Posteriormente, no acórdão de 5 de outubro de 2015, o Des. Carlos Alberto Garbi deu parcial provimento ao recurso, no mesmo sentido do que foi decidido no agravo regimental:

Portanto, na linha do quanto decidido pela Câmara nos precedentes recursos interpostos para impugnar o *Finance DIP*, deve ser mantida a autorização para a celebração do negócio pelas recorridas, mas permitir a liberação de apenas parte do valor mutuado, de R\$200.000.000,00, cabendo à Assembleia Geral de Credores ratificar a contratação, suas cláusulas especiais (“*right to top*”, “*go shop*”, dentre outras), o valor negociado e as garantias ofertadas, tudo nos termos do quanto já decidido no julgamento dos agravos regimentais precedentes.<sup>346</sup>

Diante disso, o Juiz Daniel Carnio Costa, em decisão de 12 de novembro de 2015, determinou a convocação de assembleia geral de credores com o propósito específico de ratificar as condições da operação. Em 17 de dezembro de 2015, o plano de recuperação judicial foi aprovado em assembleia geral de credores, com destaque para as seguintes previsões: (i) a cláusula 7.3.6 dispõe que a Brookfield ofereceu o valor de R\$1.350.000.000,00 (um bilhão

---

<sup>345</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AgRg no AI nº 2152895-87.2015.8.26.0000/50000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 31 ago. 2015.

<sup>346</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2150922-97.2015.8.26.0000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 05 out. 2015.

e trezentos e cinquenta milhões de reais) pela aquisição das ações da Invepar,<sup>347</sup> (ii) a cláusula 7.3.11.1 prevê que o Grupo OAS deverá enviar à Brookfield, dentro de 2 (dois) dias úteis, a cópia da proposta com o maior preço de aquisição das ações da Invepar e todos os documentos anexos,<sup>348</sup> (iii) a cláusula 7.3.12 estabelece o *right to top* da Brookfield, a ser exercido no prazo de 10 (dez) dias úteis contados do recebimento da melhor proposta,<sup>349</sup> (iv) a cláusula 7.3.12.1 estipula o reembolso das despesas realizadas pela Brookfield – *expense reimbursement* – em até R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais),<sup>350</sup> nos termos da cláusula 2.3 do Anexo 1.1.169 do plano de recuperação,<sup>351</sup> e (v) a cláusula 7.3.13.1 dispõe que se não houver ofertas pelas ações da Invepar, a Brookfield será declarada a vencedora.<sup>352</sup>

---

<sup>347</sup> Cláusula 7.3.6 do plano de recuperação do Grupo OAS: “A Brookfield apresentou, na data deste Plano, a Proposta Brookfield de Contrato de Compra e Venda, a qual (observados os termos e condições nela estabelecidos) é uma proposta vinculante para o Contrato de Compra e Venda da UPI Invepar pelo preço de aquisição de R\$1.350.000.000,00 (um bilhão e trezentos e cinquenta milhões de reais), a ser pago em dinheiro, e que já reflete os termos e condições da minuta da Proposta Brookfield de Contrato de Compra e Venda da Invepar. A Proposta Brookfield de Contrato de Compra e Venda da Invepar representa, para todos os fins, uma oferta válida para a Alienação Judicial da UPI Invepar. Sem prejuízo do disposto neste Plano, a Proposta Brookfield de Contrato de Compra e Venda da Invepar somente poderá ser aceita pelo Grupo OAS caso tenha sido devidamente reconhecida pelo Juízo da Recuperação Judicial como a proposta vencedora da Alienação Judicial da UPI Invepar, devendo o Juízo da Recuperação Judicial determinar a expedição do auto de arrematação, da ordem de entrega de bem móvel e/ou da carta de arrematação”.

<sup>348</sup> Cláusula 7.3.11.1 do plano de recuperação do Grupo OAS: “Em até 2 (dois) Dias Úteis contados da abertura das propostas fechadas, o Grupo OAS deverá enviar à Brookfield, por email, cópia da proposta que indicar o maior preço de aquisição (igual ou superior ao Preço Mínimo Invepar), conforme apurado pelo Juízo da Recuperação Judicial, e de todos os documentos e anexos a esta proposta, de forma a garantir que a Brookfield tenha pleno e total conhecimento do conteúdo da melhor proposta para analisar se irá exercer o direito de cobrir a oferta (*Right to Top*) previsto na Cláusula 7.3.12”.

<sup>349</sup> Cláusula 7.3.12 do plano de recuperação do Grupo OAS: “*Right to top*. Dentro de 10 (dez) Dias Úteis contados do recebimento pela Brookfield da melhor proposta (conforme indicado na Cláusula 7.3.11 acima), a Brookfield poderá, a seu exclusivo critério, cobrir a melhor oferta, desde que apresente oferta em valor superior a 1% (um por cento) do preço de aquisição da UPI Invepar estipulado pela melhor proposta, hipótese na qual será declarada vencedora pelo Juízo da Recuperação Judicial. Na hipótese de rescisão da Proposta Brookfield de Contrato de Compra e Venda, a Brookfield renunciará ao *Right to Top*, não podendo exercê-lo em qualquer procedimento judicial ou extrajudicial para alienação das Ações Invepar”.

<sup>350</sup> Cláusula 7.3.12.1 do plano de recuperação do Grupo OAS: “Observados os termos e condições estabelecidos na cláusula 2.3 do Instrumento Particular de Outorga de Direito de Cobrir Oferta (Anexo 1.1.169), a OAS Infra, OASI e/ou a OAS deverão, se aplicável, realizar o Reembolso de Despesas Brookfield”.

<sup>351</sup> Cláusula 2.3 do Anexo 1.1.169 do plano de recuperação do Grupo OAS: “Se a Brookfield não exercer seu Direito de Cobrir Oferta com relação a uma Proposta de Terceiros que contenha um Preço de Terceiros maior do que a soma (i) do Preço de Aquisição (conforme definido na Oferta Vinculante); acrescido (ii) do Valor do Reembolso (conforme abaixo definido) (‘Proposta Superior’), a OAS Infra, OAS e/ou OAS Investimentos terá o direito de consumir a venda sob tal Proposta Superior, desde que, no ato de sua consumação, a OAS Infra, OAS e/ou OAS Investimentos reembolse a Brookfield no valor global de até R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais) (‘Limite do Reembolso’), referente às despesas razoáveis e documentadas incorridas na negociação, na auditoria e na celebração da Oferta Vinculante, deste Contrato, do Plano de Recuperação Judicial, e da Carta de Compromisso firmada entre a OAS Infra, OAS e certas sociedades integrantes das partes Brookfield, em 14 de maio de 2015, em cada caso, juntamente com todos os documentos a eles relacionados [...]”.

<sup>352</sup> Cláusula 7.3.13.1 do plano de recuperação do Grupo OAS: “Caso a Proposta Brookfield de Contrato de Compra e Venda da Invepar, não tenha sido rescindida, e nenhum terceiro interessado tenha apresentado proposta válida e melhor de acordo com a Cláusula 7.3 para aquisição das Ações Invepar, ou a Brookfield exerça o seu *Right to Top*,

Em decisão de 26 de janeiro de 2016, o Juiz Daniel Carnio Costa homologou o plano de recuperação aprovado pelos credores e concedeu a recuperação judicial do Grupo OAS. Apesar de tudo isso, em 28 de janeiro de 2016, a Brookfield notificou ao Grupo OAS a revogação da sua proposta de aquisição das ações da Invepar, em razão da discordância dos acionistas da Invepar a respeito dos ajustes necessários à governança da companhia – o que era uma condição precedente para a conclusão da operação. Com a revogação da oferta, a Brookfield abriu mão do direito de receber o reembolso das despesas realizadas com a estruturação da operação, nos termos da cláusula 13 do “Instrumento Particular de Outorga de Direito de Cobrir Oferta”.<sup>353</sup>

Embora a operação de venda dos ativos não tenha se concretizado, o caso da recuperação judicial do Grupo OAS foi pioneiro na discussão do contrato de *stalking horse* e de suas cláusulas mais comuns. A aprovação pelos credores das vantagens oferecidas ao *stalking horse bidder* – e o consequente reconhecimento judicial de sua validade – certamente abrirá caminho para outras operações do tipo em processos de recuperação judicial por todo o País. Um caso em que isso ocorreu foi a recuperação judicial do Grupo Abengoa, que se discute na sequência.

#### 2.2.5. Estudo de caso da recuperação judicial do Grupo Abengoa

Na recuperação judicial de Abengoa Construção Brasil Ltda., Abengoa Concessões Brasil Holding S/A e Abengoa Greenfield Brasil Holding S/A (Grupo Abengoa) – processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001 – em trâmite na 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro, o grupo devedor previu no plano de recuperação a alienação de unidades produtivas isoladas como principal meio de soerguimento e como forma de obter recursos para o pagamento dos seus credores.

Nos termos do plano, o Grupo Abengoa pretendia alienar três diferentes unidades produtivas isoladas: (i) a UPI Operacional, que consiste na participação societária do Grupo Abengoa em empreendimentos construídos e operacionais voltados para a transmissão de

---

o Juízo da Recuperação Judicial proferirá a Decisão Proposta Brookfield declarando a Proposta Brookfield de Contrato de Compra e Venda Invepar como a vencedora na Alienação Judicial da UPI Invepar, e reconhecendo a Brookfield como a vencedora para a aquisição das Ações Invepar (Decisão Proposta Brookfield), nos termos do artigo 60 da LFR [...].”

<sup>353</sup> Cláusula 13 do Anexo 1.1.169 do plano de recuperação do Grupo OAS: “Rescisão. As Partes reconhecem e concordam que este Contrato será automaticamente rescindido e não terá nenhuma força ou efeito, na ocorrência do primeiro que ocorrer: (...) (d) a data da Oferta Vinculante for revogada ou expirar [...]”.

energia – chamados de Abengoa Transmissoras de Energia (ATE) Operacionais, ou *brownfield* –, (ii) a UPI em Desenvolvimento (de acordo com o plano, pode ser constituída uma unidade produtiva ou mais de uma, conforme o cronograma dos contratos de concessão), que também se refere à participação societária do Grupo Abengoa em operações licitadas e contratadas, mas que ainda estão em construção – chamadas de ATE em Desenvolvimento, ou *greenfield* –, e (iii) a UPI Hospital Zona Norte, que engloba a participação societária do Grupo Abengoa no Hospital Zona Norte.

Além da venda das unidades produtivas isoladas mencionadas, o plano de recuperação do Grupo Abengoa também estabelecia (i) a reestruturação da dívida, com a equalização do passivo e sua adequação à capacidade de pagamento do grupo devedor (em outras palavras, deságio e alongamento da dívida), (ii) a reorganização societária do Grupo Abengoa, em razão, principalmente, da alienação da participação societária nos empreendimentos empacotados como unidades produtivas, (iii) a cobrança de créditos e recebíveis devidos à Abengoa Construção Brasil Ltda., e (iv) a obtenção de um Financiamento DIP junto aos credores.

Apesar de todos os meios de recuperação mencionados contribuírem para a superação da crise econômico-financeira pela qual o Grupo Abengoa enfrentava, a principal medida para o pagamento dos credores e o sucesso do plano consistia na venda da UPI Operacional. Em virtude disso, o Grupo Abengoa contratou a consultoria independente da G5 Evercore para prospectar interessados na aquisição dos ativos (todos eles, na verdade) e, se possível, obter uma oferta vinculante. Diversos interessados foram convidados a realizar a *due diligence* necessária para verificar a qualidade dos ativos e, depois de um processo competitivo privado, um dos interessados apresentou uma proposta vinculante.

Em 27 de julho de 2017, a TSI Management, LLC, sociedade administradora de entidades controladas, geridas ou formadas pelo fundo TPG Strategic Infrastructure (TPG), apresentou uma oferta vinculante para a aquisição da totalidade dos empreendimentos incluídos na UPI Operacional pelo valor de R\$400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais), a ser pago em dinheiro. A proposta inicialmente apresentada era válida até 19 de novembro de 2017, mas foi posteriormente prorrogada para 22 de dezembro de 2017, e poderia ser estendida para 7 (sete) dias após a alienação judicial da unidade produtiva, caso o TPG se consagrasse vencedor.

Como se pode extrair do plano de recuperação judicial apresentado pelo Grupo Abengoa, o TPG negociou com o grupo devedor a inclusão de cláusulas específicas no plano com o intuito de resguardar seus interesses e de compensá-lo em caso de insucesso na aquisição

judicial dos ativos. O que há, na verdade, é um contrato de *stalking horse*, por meio do qual o Grupo Abengoa e o TPG conferiram uns aos outros algumas das vantagens anteriormente estudadas neste trabalho.

De um lado, o Grupo Abengoa foi beneficiado com a apresentação de uma proposta firme, irrevogável e irretroatável pelo TPG, com um preço base para a compra da UPI Operacional, o que lhe garante um valor mínimo pelos ativos e permite estimular o processo competitivo de alienação judicial escolhido, no caso, as propostas fechadas – conforme cláusulas 3.2.2 e 3.2.4.<sup>354-355</sup> De outro lado, nos termos da cláusula 3.2.5, ao TPG foi conferido o *right to top* para, de acordo com seu interesse, apresentar um lance 1% (um por cento) superior ao preço de aquisição oferecido pela melhor proposta fechada.<sup>356</sup>

Além disso, o plano de recuperação do Grupo Abengoa estabeleceu três hipóteses nas quais o TPG faria jus ao pagamento de *break-up fees*, os quais seriam de responsabilidade solidária do grupo devedor e do adquirente da UPI Operacional<sup>357</sup> (se o TPG for derrotado no procedimento de alienação judicial): (i) caso o plano de recuperação seja alterado antes ou durante a assembleia geral de credores e seja aprovado com modificações (a) na modalidade de alienação da UPI Operacional (propostas fechadas), (b) no preço base oferecido pela UPI Operacional, inclusive quanto à forma e ao prazo de pagamento, (c) na minuta do contrato de compra e venda da UPI Operacional, (d) na previsão de compensação do TPG na forma dos

---

<sup>354</sup> Cláusula 3.2.2 do plano de recuperação do Grupo Abengoa: “Modalidade da Alienação Judicial da UPI Operacional. A Alienação Judicial da UPI Operacional se dará por processo competitivo entre os potenciais interessados, na modalidade de propostas fechadas, conforme disposto no art. 142, II, da LFR”.

<sup>355</sup> Cláusula 3.2.4 do plano de recuperação do Grupo Abengoa: “Proposta Vinculante UPI Operacional. Em 27 de julho de 2017, o TPG apresentou a Proposta Vinculante UPI Operacional, a qual (observados os termos e condições nela estabelecidos) é uma proposta vinculante firme, irrevogável e irretroatável para a aquisição da UPI Operacional pelo TPG ao preço base de aquisição de R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais), a ser pago em dinheiro, sujeito ao ajuste de valor, correção monetária e ao cronograma de pagamento estabelecidos na minuta do Contrato de Compra e Venda UPI Operacional. A Proposta Vinculante UPI Operacional e o formulário referido no Anexo 3.2.3.5 subscrito pelo TPG representam, para todos os fins, uma oferta válida para a aquisição da UPI Operacional, sujeita inclusive à execução objetivando a tutela específica, na forma dos arts. 497, 536 e 815 do CPC”.

<sup>356</sup> Cláusula 3.2.5 do plano de recuperação do Grupo Abengoa: “*Right to Top*. Após a abertura dos envelopes lacrados com as Propostas Fechadas na Audiência Propostas UPI Operacional, o TPG poderá, a seu exclusivo critério, cobrir a melhor oferta apresentada para aquisição da UPI Operacional, desde que apresente, até às 18:00 (dezoito horas) do dia em que se realizar a Audiência Propostas UPI Operacional, oferta em valor superior em 1% (um por cento) do preço de aquisição da UPI Operacional estipulado na melhor proposta, hipótese na qual o TPG será declarado vencedor da Alienação Judicial da UPI Operacional pelo Juízo da Recuperação Judicial”.

<sup>357</sup> É o que dispõe o Anexo 1.1 do plano de recuperação judicial do Grupo Abengoa: “Compensação TPG’ significa o valor devido ao TPG pela eventual não concretização da Proposta Vinculante UPI Operacional a ser pago, em caráter solidário, pelo vencedor da Alienação Judicial da UPI Operacional e pelas Recuperandas, conforme a hipótese de incidência prevista na Proposta Vinculante UPI Operacional. Este valor deverá ser pago em até 5 (cinco) dias contados do envio de notificação ao Grupo Abengoa pelo TPG, indicando a conta bancária em que deverá ser realizada o depósito dos recursos”.



*break-up fees*, e (e) no direito de cobrir a melhor oferta outorgado ao TPG – item (f) da cláusula 3.2.4.1 –;<sup>358</sup> (ii) se um terceiro interessado apresentou uma proposta fechada superior ao preço oferecido pelo TPG e o direito de cobrir a melhor oferta não foi exercido – item (g) da cláusula 3.2.4.1 –;<sup>359</sup> e (iii) se por qualquer motivo não mencionado anteriormente o TPG não se consagrar vencedor no procedimento de alienação judicial dos ativos – item (h) da cláusula 3.2.4.1.<sup>360</sup> Nas duas primeiras hipóteses, o TPG deveria ser indenizado no valor de USD25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de dólares), e na terceira hipótese a indenização deveria equivaler a USD5.000.000,00 (cinco milhões de dólares), convertido para a moeda nacional de acordo com a cotação do dólar norte-americano PTAX do dia útil anterior à abertura das propostas fechadas.

---

<sup>358</sup> Cláusula 3.2.4.1, item (f) do plano de recuperação do Grupo Abengoa: “Compensação TPG I. Como condição da Proposta Vinculante UPI Operacional e de forma alternativa e excludente em relação à Compensação TPG II e Compensação TPG III indicadas, respectivamente, nas alíneas (g) e (h) desta Cláusula 3.2.4.1, o TPG fará jus ao recebimento do valor em Reais equivalente a USD25.000.000,00 – na cotação do dia útil anterior à data de abertura das Propostas Fechadas, apurado segundo a cotação para a compra do dólar norte-americano divulgada pelo Banco Central do Brasil, em seu sítio eletrônico, no “SISTEMA PTAX” (<http://www.bcb.gov.br/?PTAX>), opção “consulta >> cotações de contabilidade” – se Plano for alterado pelas Recuperandas até ou durante a Assembleia Geral de Credores, deixando o Plano que vier a ser finalmente aprovado pela Assembleia Geral de Credores de refletir os termos atuais dos seguintes itens: i. Qualquer alteração na modalidade da Alienação Judicial da UPI Operacional, que deverá obrigatoriamente ser por processo competitivo entre os potenciais interessados, na modalidade de propostas fechadas, conforme disposto no art. 142, II, da LFR, tendo ao TPG assegurado o *Right to Top* descrito na Cláusula 3.2.5 abaixo; ii. Qualquer alteração no Preço-Base UPI Operacional a ser exigido dos potenciais interessados, incluindo quanto a forma e prazo de pagamento previstos na minuta do Contrato de Compra e Venda UPI Operacional; iii. Qualquer alteração à minuta do Contrato de Compra e Venda UPI Operacional ou à exigência de que terceiros interessados adiram à referida minuta, sem qualquer possibilidade de alteração dela; iv. Qualquer alteração à Compensação TPG e à obrigação dos interessados expressamente declararem estar de acordo com ela e arcarem com seu pagamento; e v. Qualquer alteração no *Right to Top* descrito na Cláusula 3.2.5”.

<sup>359</sup> Cláusula 3.2.4.1, item (g) do plano de recuperação do Grupo Abengoa: “Compensação TPG II. Também como condição da Proposta Vinculante UPI Operacional e igualmente de forma alternativa e excludente em relação à Compensação TPG I e Compensação TPG III indicadas, respectivamente, nas alíneas (f) e (h) desta Cláusula 3.2.4.1, o TPG fará jus ao recebimento do valor em Reais equivalente a USD25.000.000,00 – na cotação do dia útil anterior à data de abertura das Propostas Fechadas, apurado segundo a cotação para a compra do dólar norte-americano divulgada pelo Banco Central do Brasil, em seu sítio eletrônico, no “SISTEMA PTAX” (<http://www.bcb.gov.br/?PTAX>), opção “consulta >> cotações de contabilidade” – se após a Homologação Judicial do Plano, o TPG não for o vencedor da Alienação UPI Operacional porque (i) um terceiro submeteu uma Proposta Fechada em valor superior ao estabelecido na Proposta Vinculante UPI Operacional, tendo obedecido todos os termos e condições previstos neste Plano e no Edital UPI Operacional, especialmente obrigando-se a pagar esta Compensação TPG II ao TPG, e (ii) o TPG não exerceu voluntariamente o *Right to Top* na Audiência Proposta UPI Operacional ou a ela não compareceu”.

<sup>360</sup> Cláusula 3.2.4.1, item (h) do plano de recuperação do Grupo Abengoa: “Compensação TPG III. Também como condição da Proposta Vinculante UPI Operacional e de forma alternativa e excludente em relação à Compensação TPG I e Compensação TPG II indicada nas alíneas (f) e (g) desta Cláusula 3.2.4.1, o TPG poderá fazer jus ao recebimento do valor em Reais equivalente a USD5.000.000,00 – na cotação do dia útil anterior à data de abertura das Propostas Fechadas, apurado segundo a cotação para a compra do dólar norte-americano divulgada pelo Banco Central do Brasil, em seu sítio eletrônico, no “SISTEMA PTAX” (<http://www.bcb.gov.br/?PTAX>), opção “consulta >> cotações de contabilidade” – se a Proposta Vinculante UPI Operacional não for a vencedora da Alienação Judicial UPI Operacional por qualquer razão distinta das indicadas nas alíneas (f) e (g) desta Cláusula 3.2.4.1”.

Ao contrário da recuperação judicial do Grupo OAS, no caso do Grupo Abengoa a previsão das vantagens decorrentes do contrato de *stalking horse* se deu no próprio plano de recuperação, e não em um acordo acessório, como inicialmente se propôs para a aquisição das ações da Invepar de titularidade do Grupo OAS. De pronto, as principais cláusulas disciplinadoras do *stalking horse* foram submetidas ao crivo dos credores.

O plano de recuperação foi levado à votação na assembleia geral de credores em 13 de junho de 2017, instalada em segunda convocação, e posteriormente em 18 de agosto de 2017, em razão da suspensão da reunião originária, data em que os credores deliberaram por aprovar o plano apresentado pelo Grupo Abengoa. Em seguida, em 8 de novembro de 2017, o plano de recuperação aprovado pelos credores foi submetido ao controle da legalidade da Juíza Maria da Penha Nobre Mauro, que reconheceu a validade da previsão de *right to top* em favor do TPG, conforme se observa no seguinte trecho de sua decisão:

No concernente ao “*Right to Top*”, todavia, parece-me absolutamente razoável a proteção pretendida, na medida em que prestigia o investidor que há cerca de dois anos, consoante afirmam as recuperandas, vem realizando “*due diligence*” para concretização da proposta vinculante ora apresentada, compensando o dispêndio de tempo e de recursos que o investidor realizou nesse período. Demais disso, acaba servindo de incentivo para que qualquer outro eventual interessado em arrematar a UPI Operacional apresente proposta robusta, factível, ao mesmo tempo em que atua como desestímulo à apresentação de propostas ou lances infundáveis e meramente especulativos.<sup>361</sup>

Por outro lado, a previsão de *break-up fees*, como forma de compensação pela não concretização da operação em favor do *stalking horse bidder*, foi considerada nula nos seguintes termos:

O MP opinou pela declaração de nulidade das cláusulas correlatas às multas/indenização/compensações estabelecidas na proposta vinculante apresentada por TPG Strategic Infrastructure (TPG), em especial a nulidade da cláusula 3.2.4.1., item f, g, h e i, do PRJ. Consoante assinalou o Parquet, as multas/indenizações/compensações, que variam de US\$5.000.000,00 (cinco milhões de dólares) a US\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de dólares) criam, de fato, evidente embaraço à livre disputa entre os eventuais interessados na aquisição da UPI Operacional, porquanto, caso algum interessado pretenda arrematá-la, terá que desembolsar, além do lance mínimo superior aquele previsto na cláusula 3.2.4 – R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais), terá, repito, que desembolsar mais US\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de dólares), que seria a soma das multas/compensações estipuladas. Hipótese clara de violação dos princípios norteadores da realização de ativos por hasta pública, que são a “maximização do ativo” e a “ampla concorrência”. Apesar de reconhecer que a apresentação da proposta vinculante pela TPG possa ter incentivado os credores à aprovação do plano, não vejo como superar os obstáculos de legalidade destacados.

<sup>361</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial, 08 nov. 2017.

Impende, outrossim, acentuar que todas as despesas incorridas pela proponente o foram no exercício do seu estrito interesse particular, inserindo-se, pois, na esfera do próprio risco do negócio.<sup>362</sup>

Com essas ressalvas, o juízo da recuperação homologou o plano do Grupo Abengoa e concedeu a sua recuperação judicial. Tal decisão foi objeto de diversos agravos de instrumento, tanto de credores como do grupo devedor, mas o reconhecimento da nulidade da previsão dos *break-up fees* não foi enfrentada em grau de recurso e transitou em julgado.<sup>363</sup>

Diferentemente da recuperação judicial do Grupo OAS, no caso do Grupo Abengoa houve somente a previsão de *break-up fees* como forma de compensação pelo esforço e tempo despendido pelo *stalking horse bidder*, e não de *expense reimbursement* para o reembolso das despesas realizadas com a *due diligence* e a estruturação do negócio.

Como se viu, a experiência norte-americana reconhece a legalidade dos *break-up fees* desde que (i) a existência do contrato de *stalking horse* tenha sido relevante para despertar interesse para a licitação e para maximizar o valor dos ativos, (ii) a previsão da compensação seja necessária para atrair interessados e firmar um contrato de *stalking horse* com um deles, e (iii) o valor da compensação seja razoável à luz do valor de compra dos ativos – em torno de 3% (três por cento).<sup>364</sup> No caso, nota-se que os *break-up fees* não eram indispensáveis para a celebração do ajuste, até porque não houve interposição de recurso em face da decisão que os excluiu do plano de recuperação. E mais, o montante da multa compensatória equivalia a 6,25% (seis vírgula vinte e cinco por cento) da oferta inicial, acima do que a doutrina e a jurisprudência norte-americana têm admitido.<sup>365</sup> Em razão disso, percebe-se que os *break-up fees* estabelecidos no caso do Grupo Abengoa foram devidamente desconsiderados pelo juízo da recuperação.

Em 10 de novembro de 2017, logo em seguida à decisão de concessão da recuperação judicial, o edital de alienação judicial da UPI Operacional foi publicado, com

<sup>362</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial, 08 nov. 2017.

<sup>363</sup> O Des. Carlos Santos de Oliveira, relator dos agravos de instrumento, reafirmou a limitação do juízo da recuperação ao controle da legalidade do plano de recuperação: “Cediço que o controle judicial, no caso, cinge-se somente ao exame da legalidade formal e material das condições e métodos propostos pelas recuperandas no bojo do PRJ, com vistas a reestruturação de suas atividades econômicas, uma vez que tais deliberações estão sujeitas aos requisitos de validade dos atos jurídicos em geral” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0070144-04.2017.8.19.0000, Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 18 set. 2018).

<sup>364</sup> Nesse sentido: BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015, p. 329.

<sup>365</sup> Por todos, na doutrina: WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 666-667. E na jurisprudência norte-americana: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Global Home Products*, No. 06-10340 (KG) (Bankr. D. Del. July 14, 2006).

menção específica à proposta vinculante do TPG e ao seu direito de cobrir a melhor oferta de eventuais interessados.

Pouco tempo depois, em 13 de dezembro de 2017, o juízo da recuperação judicial realizou uma audiência especial para a abertura do único envelope com uma proposta para aquisição da UPI Operacional (além, é claro, da proposta vinculante do TPG). Aberto o envelope, verificou-se que a Verti Capital S/A (Verti) apresentou um lance no valor de R\$477.777.000,00 (quatrocentos e setenta e sete milhões, setecentos e setenta e sete mil reais), a ser pago em dinheiro e em observância das demais condições previstas no plano de recuperação do Grupo Abengoa (inclusive as cláusulas relativas aos *break-up fees* e ao *right to top* conferidos ao TPG).

À luz da oferta apresentada pela Verti, o TPG decidiu exercer seu direito de cobrir a melhor oferta e propôs o pagamento de valor 1% (um por cento) superior, no montante de R\$482.554.770,00 (quatrocentos e oitenta e dois milhões, quinhentos e cinquenta e quatro mil, setecentos e setenta reais), o que foi homologado por decisão judicial.<sup>366</sup> A carta de arrematação foi expedida em 19 de dezembro de 2017 para que as ações representativas do capital social das ATEs Operacionais fossem transferidas à Seville Transmission Assessoria em Investimentos Ltda. (Seville Transmission), veículo de investimento do TPG.

Insatisfeita com o resultado da alienação judicial, a Verti interpôs agravo de instrumento em face da decisão que homologou o certame, sustentando a sua nulidade com base nos seguintes argumentos: (i) a cláusula conferindo ao TPG o direito de cobrir a melhor oferta deveria valer também para os demais interessados na aquisição dos ativos, sob pena de se caracterizar um tratamento desigual aos participantes do procedimento de venda judicial; (ii) a expedição da carta de arrematação em nome da Seville Transmission não seria possível, visto que a proposta de aquisição da UPI Operacional havia sido apresentada por TSI Management, LLC; e (iii) de acordo com o ordenamento jurídico brasileiro, em especial o art. 895 do CPC, a oferta pelos ativos deve ser realizada até o início do procedimento de alienação judicial, e não posteriormente, como ocorreu com o exercício do *right to top* pelo TPG.

O Grupo Abengoa apresentou contrarrazões, nas quais afirmou (i) a legalidade do procedimento adotado para a alienação judicial da UPI Operacional, inclusive a previsão a respeito do direito de cobrir a melhor oferta, o que foi aprovado pelos credores na assembleia

---

<sup>366</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial, 13 dez. 2017.

geral e homologado pelo juízo da recuperação; (ii) a concordância da Verti com os termos do plano de recuperação e do edital, com menção expressa ao direito de cobrir a melhor oferta do TPG; (iii) a ausência de nulidade na carta de arrematação, visto que a Seville Transmission fora criada pelo TPG para administrar a UPI Operacional e integra o Grupo TPG; e (iv) a preclusão temporal para a discussão da alienação judicial dos ativos, pois o prazo de 48 (quarenta e oito) horas previsto no art. 143 da LREF – regra especial em relação ao prazo de 10 (dez) dias do art. 903, §2º do CPC – não fora observado para o questionamento perante o juízo da recuperação.

Ainda em sede de contrarrazões, o TPG também refutou os argumentos da Verti e reiterou a legalidade de todo o procedimento de alienação judicial dos ativos.

Ao apreciar a questão, o Des. Carlos Santos de Oliveira reconheceu a legalidade da cláusula do plano de recuperação que previa o *right to top* em favor do TPG (apenas em benefício do TPG, e não de outros interessados), como contrapartida ao oferecimento de uma proposta vinculante que serviria de lance mínimo para o processo competitivo de venda judicial dos ativos – com menção expressa à posição do TPG como *stalking horse bidder*. Além disso, o relator entendeu que a Verti teria anuído com as condições previstas no plano e no edital para a alienação da UPI Operacional e que a impugnação à arrematação dos ativos teria sido intempestiva, em virtude da preclusão temporal operada com o transcurso do prazo do art. 143 da LREF. Nas palavras do Des. Carlos Santos de Oliveira:

Inicialmente, verifica-se que a decisão agravada, proferida em sede de recuperação judicial, acolhendo manifestação favorável do Ministério Público, homologou a proposta de alienação de UPI OPERACIONAL das agravadas, apresentada pela terceira interessada, TSI MANAGEMENT, LL (TPG).

Referida empresa participou ativamente do processo de recuperação judicial das agravadas tendo sido a única a apresentar proposta vinculante de aquisição da UPI OPERACIONAL, ofertando R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais), proposta que serviu de lance mínimo, servindo ainda como o “*stalking horse*” da recuperação, viabilizando o procedimento de venda das UPIs Operacionais. (...)

A fim de validar a proposta firme vinculante de compra, de modo a permitir sua utilização como lance mínimo do processo competitivo, o grupo TPG requereu direitos e condições adicionais, dentre os quais o direito cobrir a melhor oferta, caso a sua fosse superada, o que foi incluído na cláusula 3.2.5 (“*Right To Top*”) do plano de recuperação judicial aprovado pelos credores e homologado pelo Juízo de piso.

As condições especiais conferidas ao TPG estavam previstas no edital do leilão, aprovadas pelas AGCs e homologadas pelo Juízo da Recuperação, às quais o agravante expressamente aderiu ao declarar em sua proposta que aceitava o formato e o procedimento de Alienação Judicial da UPI Operacional pela modalidade de proposta fechada, obrigando-se a observar todos os termos e condições estabelecidos nas cláusulas 3.2 a 3.2.8 do PRJ relativamente ao leilão da UPI (ind. 46.537 dos autos do processo de recuperação judicial).

Pelos motivos destacados anteriormente, a cláusula 3.2.5 aproveita apenas ao TPG, e não ao agravante, o que, todavia, não constitui qualquer ilegalidade ou

violação à isonomia, visto que o “*stalking horse*” estava em posição diferenciada por força do seu comprometimento mediante apresentação da primeira proposta firme vinculante de aquisição da UPI, que viabilizou o próprio procedimento de alienação dos referidos ativos, principal meio previsto para o pagamento dos credores e soerguimento das recuperandas.<sup>367</sup>

É bem verdade que uma das principais vantagens do *stalking horse* consiste na possibilidade de ajustar o procedimento de licitação (os *bidding procedures*), o que permitiria conferir ao *stalking horse bidder* o direito de cobrir a melhor oferta e a possibilidade de exercer este direito mesmo depois do leilão, das propostas fechadas ou do pregão. Além disso, a indicação das condições do *stalking horse* no edital de venda dos ativos vincula os eventuais interessados em participar do procedimento de licitação.

Vale dizer que não houve interposição de recurso especial em face do acórdão da 22ª Câmara Cível do TJRJ, que transitou em julgado em 24 de agosto de 2018. Ao contrário do que ocorreu no caso do Grupo OAS, na recuperação judicial do Grupo Abengoa o *stalking horse bidder* efetivamente adquiriu os ativos e a previsão do *right to top* acabou por aumentar ainda mais a oferta inicialmente oferecida, elevando o retorno obtido pelo devedor com a venda dos ativos.

De fato, nos casos do Grupo OAS e do Grupo Abengoa, a aprovação do direito de cobrir a melhor oferta pelos credores em assembleia geral e o reconhecimento da sua legalidade à luz do ordenamento jurídico brasileiro – tanto pelo juízo da recuperação como pelo tribunal – representam um importante avanço na adoção do *stalking horse* em processos de recuperação judicial no Brasil. Na recuperação judicial do Grupo OAS, a previsão das cláusulas de *expense reimbursement* e de *go shop*, e o subsequente reconhecimento judicial de sua validade também são fortes indicativos da liberdade que o devedor em recuperação possui para negociar as condições do *stalking horse* com interessados na compra de seus ativos (assim como negocia os termos do plano com seus credores).

#### 2.2.6. Uma proposta de adoção do contrato de *stalking horse* no Brasil

Nota-se que o contrato de *stalking horse* se apresenta como um remédio para a situação desastrosa da alienação de ativos na recuperação judicial, desde que assentado na ausência de sucessão do adquirente nas obrigações do alienante e na impossibilidade de reforma da decisão judicial autorizadora da operação – caso o negócio tenha sido substancialmente

---

<sup>367</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0005568-65.2018.8.19.0000, Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 22 maio 2018.

consumado e não haja recurso com efeito suspensivo. À luz do exposto neste trabalho, convém traçar algumas linhas gerais sobre a possibilidade de internalização do contrato de *stalking horse* para o Direito Brasileiro.

Inicialmente, é importante relembrar que os termos do *stalking horse* podem ser estipulados em um contrato autônomo para disciplinar a operação ou no próprio plano de recuperação. Por se tratar de contrato atípico, é importante que as partes regulamentem de maneira detalhada o procedimento de venda e os contornos do *stalking horse* (com a especificação de todas as vantagens e proteções do potencial adquirente e do alienante).

Ao identificar um ativo que pode (ou deve) ser vendido, o empresário individual, o titular da EIRELI ou a administração da sociedade empresária em situação de estresse econômico-financeiro (ou já em recuperação judicial) deve realizar uma pesquisa de mercado para localizar interessados na aquisição do ativo.<sup>368</sup> Para tanto, é possível que o vendedor procure diretamente eventuais pretendentes ou contrate uma consultoria independente para assumir essa tarefa. Depois de encontrar interessados, o vendedor deve disponibilizar informações sobre a qualidade do ativo (e.g., especificações, contratos, endividamento etc.), para que os potenciais compradores possam avaliar e precificar adequadamente o ativo. Nesse primeiro momento, ainda extrajudicial, o vendedor deve escolher a melhor oferta e celebrar o contrato de *stalking horse* com o terceiro interessado que a apresentou.

Ressalte-se que, como o potencial adquirente tem a oportunidade de realizar uma *due diligence*, é possível reduzir a assimetria de informação existente entre o vendedor e o comprador dos ativos. Isso contribui para a precificação do ativo em condições de mercado (ou próximas disso); caso contrário, o preço oferecido pelo *stalking horse bidder* contabilizaria todos os riscos e responsabilidades possíveis, seguindo-se a lógica do modelo dos limões proposto pelo ganhador do Prêmio Nobel de Economia, George A. Akerlof.

É possível que o contrato seja celebrado antes mesmo do início do processo de recuperação judicial, como é comum ocorrer na experiência norte-americana e a exemplo do que se deu no caso do Grupo OAS. Apesar disso, o contrato de *stalking horse* também pode ser

---

<sup>368</sup> Uma vez reconhecida a possibilidade de aplicação dos arts. 144 e 145 da LREF ao processo de recuperação judicial, o administrador judicial, o comitê de credores e os credores (por meio de deliberação em assembleia geral) também poderiam buscar interessados para a celebração de um contrato de *stalking horse* e a venda de determinado ativo (ou conjunto de ativos). Uma vez identificado um potencial interessado (ou mais de um), o devedor em recuperação deve ser chamado a participar das negociações e celebrar o contrato de *stalking horse*. Caso contrário, haverá uma dificuldade em oferecer as informações adequadas ao interessado na aquisição do ativo (por meio da *due diligence*). Ainda assim, vislumbra-se a possibilidade de um terceiro interessado no ativo se posicionar como *stalking horse* por sugestão dos credores, mediante alteração no plano de recuperação submetido pelo devedor, e desde que o devedor concorde com tal modificação (nos termos do art. 56, §3º da LREF).

firmado no curso do processo de recuperação, de maneira apartada ou no próprio plano. Tendo em vista a manutenção do devedor e dos administradores na função de gestão da atividade empresarial, o contrato de *stalking horse* se insere dentro dos limites da sua liberdade contratual. No entanto, em virtude da restrição imposta à administração do devedor em recuperação para a alienação de bens e direitos integrantes do ativo permanente (atualmente, ativo circulante menos o subgrupo do ativo realizável a longo prazo), o *stalking horse* deve ser submetido à deliberação dos credores em assembleia geral e à posterior confirmação pelo juízo da recuperação. A aprovação dos credores e a subsequente decisão judicial têm o condão de vincular os credores dissidentes, abstenentes e ausentes, por aplicação do princípio majoritário (lembre-se, a recuperação judicial tem natureza de contrato plurilateral).

Nessa ordem de ideias, o contrato de *stalking horse* oriundo da experiência norte-americana deve servir como referência para o Direito Brasileiro, mas adaptar-se ao ordenamento jurídico pátrio por meio de um processo de internalização das condições e previsões do *stalking horse*, sempre considerando a ausência de violação aparente à lei, à ordem pública, aos bons costumes (negociais), aos princípios gerais de direito e à jurisprudência predominante (o que não ocorre no caso, ao menos não em abstrato). Trata-se de negócio jurídico possível de ser realizado no Brasil, tendo em vista a autonomia privada e a liberdade contratual das partes e a inexistência de contrariedade com a Lei nº 11.101/2005.

Assim, o devedor em recuperação e o potencial adquirente podem ajustar o procedimento de licitação do ativo, com o estabelecimento do seguinte: (i) a oferta mínima vinculante apresentada pelo *stalking horse bidder*; (ii) a forma de pagamento da oferta (e.g., em dinheiro, em ações ou em crédito; à vista ou em prestações etc.); (iii) os ativos abrangidos pela proposta e os contratos que o potencial adquirente pretende assumir; (iv) a modalidade de venda judicial (e.g., leilão, propostas fechadas, pregão etc.); (v) a necessidade de demonstração da idoneidade financeira (e até de depósito de um percentual da oferta do *stalking horse*) por parte dos terceiros interessados em participar da licitação; (vi) o valor ou percentual mínimo que o terceiro interessado em arrematar os ativos deve oferecer (*overbid amount*) e o valor ou percentual mínimo entre os lances apresentados na licitação (*bidding increments*); (vii) o direito do *stalking horse bidder* de apresentar uma oferta igual ao lance vencedor do leilão (*right to match*), ou de apresentar uma oferta superior em determinado percentual (*right to top*); (viii) o reembolso das despesas incorridas pelo *stalking horse bidder* com a estruturação da operação e a *due diligence (expense reimbursement)*, caso não seja o arrematante do ativo; (ix) os *break-up fees* ou os *topping fees*, novamente na hipótese de não arrematar o ativo – no caso dos *break-up fees*, em torno de 3% (três por cento) do preço de compra –; e (x) o prazo de



exclusividade no qual o devedor em recuperação não pode buscar outros interessados na compra do ativo (*exclusivity arrangement*), ou o período no qual se permite ao devedor fazer o marketing do ativo para terceiros interessados (*go shop*).

As vantagens e proteções atribuídas ao *stalking horse bidder* consistem em instituições neutralizadoras – no inglês, *counteracting institutions* –, de acordo com a lição de George A. Akerlof, que se prestam a mitigar o risco ao qual o comprador se expõe ao apresentar uma proposta mínima vinculante para a compra do ativo. Por essa razão, as condições do *stalking horse* se mostram de extrema importância para estimular o processo competitivo de licitação e para assegurar o sucesso da operação, com o recebimento do maior valor possível pelo ativo e a efetivação do princípio da preservação da empresa.

Depois da análise da conveniência do contrato de *stalking horse* (ou do plano de recuperação) pelos credores, o juízo da recuperação deve realizar o controle da legalidade das suas cláusulas, a fim de evitar um desestímulo à competição e à participação de terceiros interessados, excluindo ou limitando previsões que se mostrem excessivas (e.g., *break-up fees* fixados em valor ou percentual desmedido, período de exclusividade longo demais etc.). Com a autorização judicial para a venda dos ativos, o juiz deve ordenar a publicação de edital para a licitação e fazer constar a existência do *stalking horse bidder*, as vantagens e proteções a ele conferidas e o procedimento de venda ajustado.

Realizado o leilão (ou o pregão, ou abertas as propostas fechadas), o juízo da recuperação deve verificar se o procedimento foi executado corretamente (à luz do contrato firmado e do ordenamento jurídico pátrio) e, na sequência, proclamar o lance vencedor. Tal decisão se sujeita a recurso, ao qual pode ser atribuído efeito suspensivo, impedindo-se o fechamento da venda dos ativos. Por outro lado, caso a decisão do juízo da recuperação não tenha sua eficácia suspensa, é possível que a transferência dos ativos se aperfeiçoe. Nesse caso, se não for possível retornar as partes ao seu estado anterior, o recurso interposto não pode acarretar o desfazimento da venda, à luz da teoria do *equitable mootness*.

Como se viu no estudo dos casos do Grupo OAS e do Grupo Abengoa, as principais condições do contrato de *stalking horse* têm sido admitidas pela jurisprudência brasileira. A discussão sobre o contrato de *stalking horse* surgiu na recuperação judicial do Grupo OAS, o que permitiu a apreciação do instituto pelo Poder Judiciário e a sua consequente validação. Por outro lado, o caso do Grupo Abengoa confirmou a funcionalidade do *stalking horse* para a recuperação da empresa e a sua adoção no País, ao mesmo tempo em que se concretizou a primeira venda de ativos seguindo a experiência norte-americana. Por certo, esses primeiros casos abrem caminho para operações semelhantes em outros processos de recuperação judicial.

## CONCLUSÃO

A forma como a venda judicial de ativos no Direito Brasileiro é estruturada possibilita que o potencial adquirente ofereça valores abaixo do valor de mercado (por vezes, muito abaixo) e, como consequência, permite que o patrimônio do devedor seja saqueado e impede a satisfação integral do credor (ou credores). Na recuperação judicial e na falência, a Lei nº 11.101/2005 oferece uma importante vantagem para o interessado na aquisição: a ausência de sucessão nas dívidas do devedor em recuperação ou da massa falida.

Contudo, conforme a exposição do primeiro capítulo, ainda assim há incerteza quanto à (real) inexistência de sucessão – seja em razão da escolha de uma modalidade de alienação que não está prevista no art. 142 da LREF, seja porque os ativos foram alienados na forma do art. 66 da LREF. Além disso, também se observa uma enorme insegurança jurídica decorrente do possível desfazimento da operação, mesmo depois da aprovação dos credores, da confirmação pelo juízo da recuperação e da própria transferência do ativo.

Esse cenário de incerteza e insegurança não estimula o processo competitivo de licitação, muito pelo contrário. Contribui-se apenas para reduzir os preços dos ativos e para dificultar a efetivação do princípio da preservação da empresa (norteador da recuperação judicial), em razão da menor injeção de recursos no patrimônio do devedor, o que por sua vez pode acarretar condições menos favoráveis de pagamento dos credores (deságio mais elevado, prazo de pagamento mais extenso etc.).

No primeiro capítulo, o presente trabalho teve por objetivo assentar premissas básicas para a venda de ativos na recuperação judicial, quais sejam: (i) a possibilidade de o devedor escolher a modalidade de alienação do ativo, à luz dos arts. 142, 144 e 145 da LREF; (ii) a ausência de sucessão do adquirente, tanto na venda realizada no plano de recuperação como na forma do art. 66 da LREF; e (iii) a aplicação da teoria do *equitable mootness* para obstar a reforma da decisão que autoriza a venda judicial, se preenchidas certas condições.

Com base nisso, no segundo capítulo procurou-se apresentar o contrato de *stalking horse* na experiência norte-americana e como o instituto é compatível com o ordenamento jurídico brasileiro. Para tanto, abordou-se (i) a possibilidade de o devedor em recuperação celebrar contratos atípicos; (ii) a vinculação dos credores dissidentes, abstenentes e ausentes à proposta de venda de ativos, tendo em vista a natureza jurídica de contrato plurilateral do processo de recuperação; e (iii) o momento no qual o contrato de *stalking horse* pode ser firmado, tanto antes como durante o processo de recuperação, inclusive depois da aprovação e confirmação do plano. Além disso, foram analisados dois casos brasileiros nos quais o contrato

de *stalking horse* foi utilizado para a alienação de ativos (Grupo OAS e Grupo Abengoa), a fim de identificar o comportamento da jurisprudência ao se deparar com as cláusulas específicas do *stalking horse*.

Ao final, apresentou-se uma proposta de adoção do contrato de *stalking horse* no Brasil, com o intuito de conferir efetividade ao princípio da preservação da empresa por meio da promoção da venda de ativos por valores próximos ou até superiores ao preço de mercado. Com o influxo de mais dinheiro, o devedor em recuperação consegue os recursos necessários para custear sua atividade (e.g., manutenção de empregos diretos e indiretos, pagamento de tributos), realizar investimentos e pagar seus credores (sujeitos e não sujeitos à recuperação judicial). Isso é possível com a criação de condições propícias ao oferecimento de uma oferta vinculante pelo ativo (e.g., redução da assimetria de informação e instituições neutralizadoras) e o estímulo do processo competitivo de licitação, atraindo outros interessados pelo ativo.

## REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, [S. l], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970.

ALEXY, Robert. *Teoria dos direitos fundamentais*. Tradução de Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros, 2008.

ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. 26. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 6, out./dez. 2017.

ARAÚJO, José Francelino de. *Comentários à lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

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

AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral dos contratos típicos e atípicos*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BAIRD, Douglas G. *Elements of bankruptcy*. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006.

BALL, Corinne; KANE, John K. *How to handle corporate distress sale transactions*. Disponível em: <[http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080429115118\\_large.rtf](http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080429115118_large.rtf)>. Acesso em 06 jan. 2019.

BARBOSA, Mário Figueiredo. Sobre os contratos atípicos. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 282, p. 29-38, abr./maio/jun. 1983.

BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1988.

BENDER, Daniel P.; WILLIS, Kevin T. Failures companies make that lead to crisis (or why companies fail). In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015.

BERNARDI, Ricardo. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação e falências comentada*. 12. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [S. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013.

BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015.

BRASIL. Anteprojeto de Reformulação da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976), de 05 de julho de 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/anteprojeto6404ref.pdf>>. Acesso em 16 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. Conselho da Justiça Federal. I Jornada de Direito Comercial. 24 de outubro de 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/ZdwTuY>>. Acesso em 16 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. Exposição de Motivos Interministerial nº 161, de 03 de outubro de 2008. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2008/Exm/EMI-161-MF-MP-MAPA-AGU-mpv449.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/Exm/EMI-161-MF-MP-MAPA-AGU-mpv449.htm)>. Acesso em 16 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. OAB/GO. I Jornada Goiana de Direito Empresarial. 20 de agosto de 2014. Disponível em: <[http://www.oabgo.org.br/arquivos/downloads/enunciados\\_aprovados\\_02974.pdf](http://www.oabgo.org.br/arquivos/downloads/enunciados_aprovados_02974.pdf)>. Acesso em 16 jul. 2018.

\_\_\_\_\_. Supremo Tribunal Federal, ADI nº 3.934/DF, Ricardo Lewandowski, Tribunal Pleno, 27 maio 2009.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.783.068/SP, Nancy Andrichi, 3ª Turma, 05 fev. 2019.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgInt no CC nº 151.430, Paulo de Tarso Sanseverino, 2ª Seção, 18 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 149.659/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 17 fev. 2017.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, Rcl nº 28.515/RJ, Paulo de Tarso Sanseverino, 3ª Turma, 16 fev. 2017.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 145.757/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 15 fev. 2017.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 147.872/RJ, Paulo de Tarso Sanseverino, 3ª Turma, 13 fev. 2017.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 147.870/RJ, Paulo de Tarso Sanseverino, 3ª Turma, 01 fev. 2017.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgInt no CC nº 144.788/RJ, Marco Buzzi, 2ª Seção, 14 dez. 2016.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 148.768/SP, Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, 07 dez. 2016.

- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 146.817/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 30 nov. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 146.843/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 30 nov. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 146.844/RJ, Marco Buzzi, 4ª Turma, 30 nov. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 124.065/SP, Maria Isabel Gallotti, 2ª Seção, 26 out. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgInt no REsp 1.554.555/DF, Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, 25 out. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, CC nº 145.428/SP, Marco Buzzi, 2ª Seção, 08 jun. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgRg nos EDcl no CC nº 136.970/DF, Moura Ribeiro, 2ª Seção, 08 jun. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 142.427/DF, Moura Ribeiro, 2ª Seção, 08 jun. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.302.735/SP, Luis Felipe Salomão, 4ª Turma, 17 mar. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, EDcl no CC nº 140.485/DF, Moura Ribeiro, 2ª Seção, 24. fev. 2016.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no AREsp nº 639.746/MG, Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, 06 ago. 2015.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.374.643/RJ, João Otávio de Noronha, 3ª Turma, 06 maio 2014.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.314.209/SP, Nancy Andrichi, 3ª Turma, 22 maio 2012.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.259.018/SP, Nancy Andrichi, 3ª Turma, 09 ago. 2011.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, EDcl no CC nº 115.255/RJ, João Otávio de Noronha, 2ª Seção, 27 abr. 2011.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 97.732/RJ, João Otávio de Noronha, 2ª Seção, 27 out. 2010.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, EDcl no CC nº 98.463/RJ, João Otávio de Noronha, 2ª Seção, 08 set. 2010.
- \_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 93.778/RJ, Massami Uyeda, 2ª Seção, 14 out. 2009.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no REsp nº 1.097.173/RS, Humberto Martins, 2ª Turma, 23 abr. 2009.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 968.564/RS, Arnaldo Esteves Lima, 5ª Turma, 18 dez. 2008.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 86.594/SP, Fernando Gonçalves, 2ª Seção, 25 jun. 2008.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Paraná, AI nº 937.180-8, Lauri Caetano da Silva, 17ª Câmara Cível, 31 set. 2012.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Paraná, AI nº 751.881-8, Renato Lopes de Paiva, 18ª Câmara Cível, 27 jun. 2012.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0070144-04.2017.8.19.0000, Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 18 set. 2018.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0005568-65.2018.8.19.0000, Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 22 maio 2018.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial, 13 dez. 2017.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial, 08 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0032148-47.2009.8.19.0001, Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial, 13 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0014130-68.2015.8.19.0000, Elisabete Filizzola, 2ª Câmara Cível, 10 jun. 2015.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0065427-90.2010.8.19.0000, Paulo Mauricio Pereira, 4ª Câmara Cível, 06 jul. 2011.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1077065-21.2018.8.26.0100, Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais, 09 jan. 2019.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2138610-84.2018.8.26.0000, Azuma Nishi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 28 nov. 2018

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2050780-80.2018.8.26.0000, Azuma Nishi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 24 out. 2018.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 1039943-13.2014.8.26.0100, Gilberto dos Santos, 11ª Câmara de Direito Privado, 23 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2079907-34.2016.8.26.0000, Paulo Pastore Filho, 17ª Câmara de Direito Privado, 28 jul. 2016.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2042927-88.2016.8.26.0000, Morais Pucci, 35ª Câmara de Direito Privado, 22 jul. 2016.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2150922-97.2015.8.26.0000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 05 out. 2015.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2152587-51.2015.8.26.0000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 31 ago. 2015.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AgRg no AI nº 2152895-87.2015.8.26.0000/50000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 31 ago. 2015.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2152895-87.2015.8.26.0000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 06 ago. 2015.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100, Daniel Carnio Costa, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central, 14 jul. 2015.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2148079-96.2014.8.26.0000, Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 16 mar. 2015.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 0012883-45.2011.8.26.0405, Fortes Barbosa, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 04 nov. 2014.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2044682-21.2014.8.26.0000, Ricardo Feitosa, 4ª Câmara de Direito Privado, 28 abr. 2014.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0151283-56.2012.8.26.0000, Francisco Loureiro, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 23 abr. 2013.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0189362-07.2012.8.26.0000, Moreira Viegas, 5ª Câmara de Direito Privado, 23 jan. 2013.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0045146-50.2012.8.26.0000, Walter Barone, 7ª Câmara de Direito Privado, 27 jun. 2012.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0168318-63.2011.8.26.0000, Pereira Calças, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 17 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0253722-82.2011.8.26.0000, Pereira Calças, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 22 nov. 2011.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0033028-76.2011.8.26.0000, Pereira Calças, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 22 nov. 2011.



\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0326746-17.2009.8.26.0000, Romeu Ricupero, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 02 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0319232-13.2009.8.26.0000, Romeu Ricupero, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 23 fev. 2010

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0042493-80.2009.8.26.0000, Boris Kauffmann, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais, 06 out. 2009.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 0119543-22.2008.8.26.0000, Pereira Calças, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais, 09 jun. 2009.

CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa: o novo regime da insolvência empresarial*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2015.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2011.

CAVALLI, Cássio. *A otimização da venda de ativos nas recuperações judiciais*. Disponível em: <<http://exmpartners.com.br/reacao9a/phone/re-a%C3%A7%C3%A3o-n%C2%BA009---venda-de-ativos.html>>. Acesso em 07 jan. 2019.

\_\_\_\_\_. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência: estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho*. São Paulo: Editora IASP, 2017.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Princípios do direito comercial: com anotações ao projeto de código comercial*. São Paulo: Saraiva, 2012.

\_\_\_\_\_. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COSTA, Daniel Carnio. Novas teorias sobre processos de insolvência e gestão democrática de processos. In: \_\_\_\_\_ (Coord.). *Comentários completos à lei de recuperação de empresas e falências*. v. 1. Curitiba: Juruá, 2015.

\_\_\_\_\_. *A gestão democrática de processos: uma nova técnica de condução de processos concursais*. Disponível em: <<http://www.carteforense.com.br/conteudo/artigos/a-gestao-democratica-de-processos---uma-nova-tecnica-de-conducao-de-processos-concursais/14648>>. Acesso em 16 jul. 2018.

COVAS, Silvânio. In: LUCCA, Newton de; SIMÃO FILHO, Adalberto (Coord.). *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falências*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais*. 27. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2011.

DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2014.

EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada: artigos 1º a 120*. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_. *A lei das S/A comentada: artigos 121 a 188*. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EPSTEIN, David G. et al. *Bankruptcy (including BAPCPA): 21<sup>st</sup> century debtor-creditor law*. St. Paul: Thomson West, 2006.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *In re Sunland, Inc.*, 507 B.R. 753, 59 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 95 (Bankr. D. N.M. 2014).

\_\_\_\_\_. *In re Lehman Brothers Holdings Inc.*, No. 08-13555, 2013 WL 6283572 (Bankr. S.D.N.Y. Dec. 3, 2013).

\_\_\_\_\_. *In re Western Biomass Energy, LLC*, No. 12-21085, 2013 WL 4017147 (Bankr. D. Wyo. 2013).

\_\_\_\_\_. *RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank*, 132 S. Ct. 2065, 182 L. Ed. 2d 967, 56 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 144, 67 Collier Bankr. Cas. 2d (MB) 483, Bankr. L. Rep. (CCH) P 82218 (2012).

\_\_\_\_\_. *In re Global Home Products*, No. 06-10340 (KG) (Bankr. D. Del. July 14, 2006).

\_\_\_\_\_. *In re Ameriserve*, No. 00-0358 (PJW) (Bankr. D. Del., Sept. 27, 2000).

\_\_\_\_\_. *In re O'Brien Env't Energy, Inc.*, 181 F.3d 527, 535 (3d Cir. 1999).

\_\_\_\_\_. *In re Montgomery Ward Holding Corp., et al.*, No. 97-1409 (PJW) (Bankr. D. Del., June 15, 1998).

\_\_\_\_\_. *In re Medlab, Inc.*, No. 97-1893 (PJW) (Bankr. D. Del. Apr. 28, 1998).

\_\_\_\_\_. *In re Anchor Container Corp. et al.*, No. 96-1434 (PJW) (Bankr. D. Del. Dec. 20, 1996).

\_\_\_\_\_. *In re FoxMeyer Corp. et al.*, No. 96-1329 (HSB) (Bankr. D. Del., Oct. 9, 1996).

\_\_\_\_\_. *In re Edison Bros. Stores. Inc. et al.*, No. 95-1354 (PJW) (Bankr. D. Del., Dec. 29, 1995).

\_\_\_\_\_. *In re Public Service Co. of New Hampshire*, 160 B.R. 404, 455 (Bankr. D. N.H. 1993).

\_\_\_\_\_. *In re Lionel Corp.*, 722 F.2d 1063, 11 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 553, 9 Collier Bankr. Cas. 2d (MB) 941, Bankr. L. Rep. (CCH) P 69510 (2d Cir. 1983).

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Lei de falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de direito comercial*. v. 6. São Paulo: Saraiva, 1962.

FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007.

FISHER, J. Mark. Bankruptcy sales to facilitate open-bank recapitalizations. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 7, p. 64-73, 2011.

FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa (Coord.). *Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

FRIMET, Zachary R. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in § 363 sales. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [S. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GOREN, Matthew P. Chip away at the stone: the validity of pre-bankruptcy clauses contracting around section 363 of the bankruptcy code. *New York Law School Law Review*, [S. l.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007.

GUERRA, Luiz. *Falências e recuperações de empresas: crise econômico-financeira*. v. 2. Brasília: Guerra, 2011.

HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006.

HAMMER, Aaron L. Asset sales under Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Code. Disponível em: <<https://www.sfgh.com/siteFiles/News/Asset%20Sales%20Under%20Chapter%2011%20Of%20The%20U.S.%20Bankruptcy%20Code.pdf>>. Acesso em 11 jan. 2019.

JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001.

KEACH, Robert J. Stalking-horse lenders and good faith: the availability of appellate protection under 363(m) and 364(e) for asset purchasers extending DIP financing. Disponível em: <<https://www.abi.org/abi-journal/stalking-horse-lenders-and-good-faith-the-availability-of-appellate-protection-under>>. Acesso em 10 jan. 2019.

KLING, Jacob A. Rethinking 363 sales. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, [S. l.], v. 17, p. 258-309, 2012.

KIRSCHBAUM, Deborah. *A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 2009. 203f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

KNIGHT, Katelyn. Equitable mootness in bankruptcy appeals. *Santa Clara Law Review*, [S. 1.], v. 49, p. 253-284, 2009.

LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed Bankruptcy Code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. *Columbia Law Review*, [S. 1.], v. 93, p. 720-743, 1993.

LEÃO JÚNIOR, Luciano de Souza. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LOBO, Jorge. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

LUCCA, Newton de; DEZEM, Renata Mota Maciel. A venda de ativos na recuperação judicial e os reflexos no âmbito dos registros públicos. In: MENDES, Bernardo Bicalho Alvarenga (Coord.). *Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas*. Belo Horizonte: D'Plácido, 2016.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 1 a 120)*. v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

\_\_\_\_\_. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 121 a 188)*. v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MANDEL, Julio Kahan. *Nova lei de falências e recuperação de empresas anotada*. São Paulo: Saraiva, 2005.

MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: falência e recuperação de empresas*. 8. ed. v. 4. São Paulo: Atlas, 2016.

MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. *American Bankruptcy Law Journal*, [S. 1.], v. 66, p. 349-386, 1992.

MARTINO, Philip V.; MCMANUS, Colleen E. Pay attention to bankruptcy sales procedures – or else. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. 1.], v. 2, p. 253-259, 2006-2007.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARZAGÃO, Lídia Valério. A recuperação judicial. In: MACHADO, Rubens Approbato (Coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MCKENZIE, Troy A. Judicial independence, autonomy, and the bankruptcy courts. *Stanford Law Review*, [S. 1.], v. 62, p. 747-808, 2009-2010.

MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. O exercício da autonomia privada na recuperação judicial. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 2, out./dez. 2016.

\_\_\_\_\_. *O poder de controle nas companhias em recuperação judicial*. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

MILANI, Mario Sergio. *Lei de recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência comentada*. São Paulo: Malheiros, 2011.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado*. v. 38. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP na recuperação judicial: fatores de efetividade. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência: estudos em homenagem ao professor Manoel Justino Bezerra Filho*. São Paulo: Editora IASP, 2017.

\_\_\_\_\_. Financiamento e investimento na recuperação judicial. In: CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Coord.). *Dez anos da lei nº 11.101/2005: estudos sobre a lei de recuperação e falência*. São Paulo: Almedina, 2015.

\_\_\_\_\_. Mootness doctrine e o direito brasileiro. Preservação dos atos validamente implementados no âmbito da recuperação judicial. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

\_\_\_\_\_. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes. (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

NOGUEIRA, Ana Beatriz Martucci; CAMPI, Ana Cristina Baptista; PIHA, Daniella. Reflexões sobre a rotineira prática dos aditamentos ao plano de recuperação judicial. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

NUNES, Pedro dos Reis. *Dicionário de tecnologia jurídica*. 12. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991.

OLIVEIRA, Luiz Ernesto Aceturi de. A retenção de dividendos e os direitos patrimoniais dos acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Direito das companhias*. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falências*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil: direitos reais*. 18. ed. v. 4. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

PIERCE, Clare; VANCE, Cathy; WHEELER, John. Asset sales in bankruptcy: the financial advisor's perspective. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 4, p. 351-356, 2008.

PINHEIRO, Frederico Garcia et al. Os enunciados da Jornada Goiana de direito empresarial. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 6, p. 13, nov./dez 2014.

PUGLIESI, Adriana Valéria. *Direito falimentar e preservação da empresa*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RAYKIN, Alla. Section 363 sales: mooted due process? *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [S. l.], v. 29, p. 91-141, 2012.

REILLY JR., Frank B.; CRAPO, David N. Distressed M&A: bankruptcy code section 363 sales. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 5, p. 275-280, 2009.

RESTIFFE, Paulo Sérgio. *Recuperação de empresas*. Barueri-SP: Manole, 2008.

RODRIGUES, Silvio. *Direito civil: dos contratos e das declarações unilaterais de vontade*. 28. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2002.

ROQUE, Sebastião José. *Tratado de direito empresarial*. São Paulo: Ícone, 2003.

ROSIEK, Caroline L. Making equitable mootness equal: the need for a uniform approach to appeals in the context of bankruptcy reorganization plans. *Syracuse Law Review*, [S. l.], v. 57, p. 685-707, 2006-2007.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

SANTOS, J. V. Penalva. *Recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Editora Espaço Jurídico, 2007.

SANTOS, Pablo Francisco. Equitable mootness no direito recuperacional brasileiro: considerações sob a ótica do direito e desenvolvimento. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 77, p. 143-162, jul./set. 2017.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. São Paulo: Almedina, 2016.

SILVA, Luís Virgílio Afonso da. O proporcional e o razoável. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 798, p. 23-50, abr. 2002.

SIMIONATO, Frederico Augusto Monte. *Tratado de direito falimentar*. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

SOUZA, Marcelo Papaléo de. *A recuperação judicial e os direitos fundamentais trabalhistas*. São Paulo: Atlas, 2015.

STRATTON, David B.; KOVSKY-APAP, Deborah. Buyer beware: third circuit denies \$15 million break-up fee for failure to meet O'Brien standard. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [S. l.], v. 6, p. 143-146, 2010.

SZTAJN, Rachel; FRANCO, Vera Helena de Mello. *Falência e recuperação da empresa em crise*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933>>. Acesso em 17 fev. 2018.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. 2. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de Moraes. *Código civil interpretado conforme a constituição da república*. 2. ed. v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

TEPEDINO, Gustavo. Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 377, p. 237-254, jan./fev. 2005.

TEPEDINO, Ricardo. O trespasse para subsidiária (drop down). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

TOKARS, Fábio. *Estabelecimento empresarial*. São Paulo: LTr, 2006.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. In: \_\_\_\_\_; SATIRO, Francisco (Coord.). *Direito das empresas em crise: problemas e soluções*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. v. 3. São Paulo: Atlas, 2016.

WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. A vis atractiva do juízo da vara empresarial. Créditos trabalhistas. Sucessão da empresa em regime de recuperação. In: WALD, A. (Coord.). *Doutrinas essenciais de direito empresarial*. v. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The law of debtors and creditors: text, cases and problems*. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009.

WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009.

WIELEBINSKI, Joseph J.; RUKAVINA, Davor. Bankruptcy. *Southern Methodist University Law Review*, [S. 1.], v. 65, p. 279-314, 2012.